

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění podniku

Company Valuation

Student: Eva Toboláková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2008

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně.
Přílohu č. 1 danou mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.“

V Ostravě 25. 4. 2008

.....
Podpis studenta

Obsah

Úvod.....	3
1. Teoretická východiska.....	4
1.1 Definice základních pojmů	4
1.1.1 Podnik.....	4
1.1.2 Oceňování.....	4
1.1.3 Cena	4
1.1.4 Hodnota.....	5
1.2 Důvody pro ocenění	6
1.3 Přístupy k oceňování podniku	7
1.3.1 Tržní ocenění podniku	7
1.3.2 Subjektivní (investiční) ocenění	7
1.3.3 Objektivizovaná hodnota	8
1.3.4 Kolínská škola	9
1.4 Postup při oceňování podniku	9
1.5 Metody pro oceňování podniku	10
1.5.1 Ocenění na základě analýzy výnosů	11
1.5.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow	11
1.5.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	16
1.5.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA	18
1.5.2 Metody založené na analýze trhu.....	20
1.5.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu.....	20
1.5.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání.....	21
1.5.2.3 Metoda srovnatelných podniků.....	21
1.5.2.4 Metoda srovnatelných transakcí	21
1.5.3 Ocenění na základě analýzy majetku.....	21
1.5.3.1 Likvidační hodnota	22
1.5.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku	22
1.5.3.3 Účetní hodnota na principu historických cen.....	23
1.5.3.4 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen.....	23
1.5.3.5 Substanční hodnota na principu úspory nákladů.....	23
1.5.3.6 Majetkové ocenění na principu tržních cen	23
1.5.4 Kombinované metody	24
1.5.4.1 Schmalenbachova metoda.....	24
1.5.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných výnosů	24
1.5.5 Oceňování synergií.....	24
1.6 Strategická analýza	25
1.6.1 Analýza makroprostředí	25
1.6.2 Analýza mikroprostředí	25
1.7 Finanční analýza	26
1.7.1 Zdroje informací pro finanční analýzu	26
1.7.1.1 Rozvaha	27
1.7.1.2 Výkaz zisků a ztrát.....	28
1.7.1.3 Výkaz CF.....	28
1.7.2 Absolutní ukazatele.....	29
1.7.3 Poměrové ukazatele.....	29
1.7.3.1 Ukazatele rentability	30
1.7.3.2 Ukazatele aktivity	31
1.7.3.3 Ukazatele zadluženosti	32
1.7.3.4 Ukazatele likvidity	32
1.7.3.5 Ukazatele tržní hodnoty	33
1.7.3.6 Provozní (výrobní) ukazatele.....	33
1.7.3.7 Ukazatele na bázi finančních fondů a cash flow	34
1.7.3.8 Vyhodnocení poměrových ukazatelů.....	35
1.7.4 Syntetické pohledy na finanční zdraví podniku	35
1.7.4.1 Index bonity.....	35
1.7.4.2 Altmanova formule bankrotu (Z-skóre).....	36
1.7.4.3 Indexy IN.....	37
1.8 Faktor času a rizika při oceňování	37

2.	Charakteristika podniku.....	39
2.1	Údaje o společnosti	39
2.1.1	Vývoj společnosti.....	39
2.1.2	Certifikace	40
2.1.3	Produkty	41
2.1.4	Organizační struktura	42
2.2	Strategická analýza	43
2.2.1	Základní charakteristika makroekonomického prostředí	43
2.2.1.1	Základní tendence české ekonomiky	43
2.2.1.2	Hrubý domácí produkt.....	44
2.2.1.3	Výkonnost základních odvětví.....	44
2.2.1.4	Vnější ekonomické vztahy	45
2.2.1.5	Ceny.....	45
2.2.1.6	Trh práce.....	46
2.2.1.7	Měnový vývoj.....	47
2.2.1.8	Státní rozpočet	47
2.2.2	Základní charakteristika odvětví	48
2.2.2.1	Průmysl.....	48
2.2.2.2	Výroba elektrických strojů a zařízení	49
2.3	Finanční analýza	52
2.3.1	Analýza rozvahy	52
2.3.1.1	Vertikální analýza rozvahy	52
2.3.1.2	Horizontální analýza rozvahy	54
2.3.1.3	Analýza výkazu zisku a ztráty	55
2.3.2	Analýza poměrových ukazatelů	57
2.3.2.1	Ukazatele rentability	57
2.3.2.2	Ukazatele aktivity	58
2.3.2.3	Ukazatele zadluženosti	58
2.3.2.4	Ukazatele likvidity	59
2.3.2.5	Provozní ukazatele.....	60
2.3.3	Syntetické metody stanovení finančního zdraví	60
2.3.3.1	Index bonity.....	61
2.3.3.2	Index IN 05	61
2.3.3.3	Altmanova formule Z-skóre.....	62
2.3.4	Souhrnné zhodnocení finančního zdraví.....	63
3.	Vlastní ocenění podniku.....	64
3.1	Průměrné náklady kapitálu – WACC.....	64
3.1.1	Náklady cizího kapitálu	64
3.1.2	Náklady vlastního kapitálu	65
3.1.3	Výpočet WACC.....	65
3.2	Finanční plán.....	65
3.3	Účetní hodnota na principu historických cen	66
3.4	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	67
3.5	Metoda diskontovaného čistého cash flow.....	68
3.5.1	Výpočet FCFF	68
3.5.2	Aplikace dvoufázové metody DCF entity.....	70
3.5.3	Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF.....	70
3.5.4	Změna tempa růstu	71
3.6	Zhodnocení výsledků	72
3.7	Návrhy a doporučení	73
	Závěr.....	75
	Seznam použité literatury.....	76
	Použité zkratky	78
	Seznam tabulek.....	80
	Seznam grafů	80
	Seznam obrázků	80
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	81
	Seznam příloh	82

Úvod

V čase centrálně plánovaného hospodářství nebylo třeba znát tržní hodnotu podniků, neboť jejich jediným vlastníkem byl stát. Navíc administrativně direktivní způsob řízení pracoval pouze s účetními hodnotami a administrativně stanovenými cenami. Přejít k tržní ekonomice s sebou v souvislosti s privatizací přinesl nezbytnou potřebu znát tržní hodnotu privatizovaných podniků. Oceňování podniků tak získalo své významné opodstatnění.

I v současné době má oceňování podniků značný význam. Nové podniky vznikají, jiné zanikají, slučují se či splývají. Často za tímto stojí celosvětová globalizace, jejímž vlivem dochází ke koncentraci kapitálu a zvyšujícímu se konkurenčnímu tlaku. Potřebu ocenit společnost mohou vyvolat i podněty jako je změna právní formy obchodní společnosti, uvádění společnosti na burzu, vstup či výstup společníků ze společnosti apod. Často se také sledování a ovlivňování hodnoty společnosti stává součástí celkového řízení podniku.

Při oceňování je třeba na podnik jako celek pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Samotné ocenění podniku je ucelený proces činností, jejichž smyslem je stanovení hodnoty podniku. Výsledek ocenění závisí na účelu ocenění, výběru metody výpočtu, zkušenostech a znalostech odhadce, který ocenění provádí, na množství a kvalitě dostupných informací a na mnoha dalších faktorech.

Cílem diplomové práce je pomocí vybraných metod stanovit objektivizovanou hodnotu společnosti ELKO EP, s. r. o. pro potřeby vlastníků a managementu společnosti k datu 31. 12. 2006. Samotnému ocenění předchází analýza okolí podniku a také analýza finančního zdraví podniku.

1. Teoretická východiska

1.1 Definice základních pojmů

1.1.1 Podnik

Obchodní zákoník vymezuje pojmem podnik jako „soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹

Podnik můžeme charakterizovat jako organizovanou hospodářskou jednotku, v níž se používají výrobní faktory (práce, kapitál a přírodní zdroje) k podnikání. Dle obchodního zákoníku se podnikáním rozumí „soustavná činnosti prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“

1.1.2 Oceňování

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty, zabývá se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění je výsledkem procesu oceňování, tedy přiřazení určité hodnoty podniku.

Výsledek procesu oceňování je závislý na mnoha faktorech, především na účelu ocenění, na zkušenostech odhadce, ale také na množství a kvalitě dostupných informací, na časové dimenzi pro zpracování, apod. [5]

1.1.3 Cena

Cena je výrazem používaným pro požadovanou, nabízenou nebo placenou částku za zboží nebo službu. Je to historický fakt, buď veřejně známý, nebo udržovaný v soukromí. Z důvodu finančních možností, motivace a zájmů daného kupujícího a prodávajícího může nebo nemusí mít cena placená za zboží nebo služby nějaký vztah k hodnotě, která je zboží nebo službám připisována jinými. Cena je obecným údajem o relativní hodnotě přiřazené zboží nebo službám jednotlivými kupujícími a/nebo prodávajícími v jednotlivých situacích. [9]

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, § 5, odst. 1)

Cenu lze považovat za základ fungování tržního mechanismu, neboť uvádí do souladu nabídku a poptávku, tedy dvě základní tržní síly. [1]

1.1.4 Hodnota

Ekonomicky pojímaná hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- **užitnou hodnotu**, která tvoří schopnost statku uspokojovat lidské potřeby. Stejný statek má pro různé vlastníky různou užitnou hodnotu, která závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka.
- **směnnou hodnotu** má statek, který může být předmětem směny. Předpokladem je, že statek má užitnou hodnotu a je k dispozici v omezeném množství. Směnná hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně

Hodnota podniku závisí mimo jiné na budoucím užítku, který lze z jeho držení očekávat. Tento užitek může mít finanční povahu nebo se také může jednat o užitek, který nelze finančně vyjádřit (společenské postavení, moc apod.). Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu. [7]

Podnik můžeme oceňovat ve dvou základních hladinách hodnot a to v hodnotě brutto a hodnotě netto. Hodnota *brutto* zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele, vyjadřuje hodnotu podniku jako celku. Hodnota *netto* vyjadřuje hodnotu vlastního kapitálu, tedy ocenění podniku na úrovni vlastníků.

Obě tyto hodnoty jsou také definované v Obchodním zákoníku:

- Brutto hodnotu lze označit jako **obchodní majetek**: „Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“²
- Netto hodnotu Obchodní zákoník vymezuje jako **čistý obchodní majetek**: „Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli

² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, § 6, odst. 1)

v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“³

1.2 Důvody pro ocenění

Ocenění podniku je služba, kterou odhadce poskytuje klientovi. Potřeba ocenit podnik vychází z různých podnětů: [9]

- a) koupě a prodej podniku,
- b) splynutí a sloučení obchodních společností,
- c) vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- d) změna právní formy obchodní společnosti,
- e) uvádění společnosti na burzu,
- f) poskytování úvěru,
- g) rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- h) hodnocení reálné (tj. nikoli účetní) bonity podniku,
- i) náhrada za vyvlastnění,
- j) placení různých daní.

Ocenění slouží k různým účelům a můžeme jej rozlišit podle toho, zda souvisí se změnou vlastnictví podniku (koupě a prodej, fúze, rozdělení, převzetí apod.), nebo jde o ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám (sanace, změna právní formy, žádost o úvěr).

V podmínkách České republiky vyvstala potřeba ocenit podniky až přechodem od plánovaného hospodářství k tržní ekonomice. To s sebou přineslo masivní privatizaci a s ní spojený proces přeměny většiny státních podniků na podniky soukromé. V současné době, kdy privatizace podnikové hospodářské sféry je prakticky u konce, vznikají další podněty pro ocenění podniků. Mezi hlavní lze zařadit například pomalu se rozbíhající proces fúzí, rozdělování podniků, jejich sanace, jakož i likvidace. [11]

³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, § 6, odst. 3)

1.3 Přístupy k oceňování podniku

1.3.1 Tržní ocenění podniku

Existence trhu s podniky nebo podíly na vlastním kapitálu podniků a existence více kupujících a více prodávajících, kteří působí na tomto trhu, jsou podstatou tohoto přístupu. Odpovídá na otázku: *Kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu?*

V International Valuation Standards 2005 definuje Mezinárodní organizace pro oceňování⁴ tržní hodnotu jako „odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“⁵

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při: [9]

- uvádění podniku na burzu,
- prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

1.3.2 Subjektivní (investiční) ocenění

Základem tohoto ocenění je individuální názor účastníků transakce. Hodnota je pak dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka apod. Odpovídá na otázku: *Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?*

Pojem subjektivní hodnota, označen jako investiční hodnota, je zakotven v Mezinárodním oceňovacím standardu číslo 2: „Investiční hodnota (Invest Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“⁶

⁴ International Valuation Standards Committee (IVSC)

⁵ International Valuation Standards 2005, s. 82 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1)

⁶ International Valuation Standards 2005, s. 94 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.2)

Investiční hodnota odráží subjektivní názory a představy a případně konkrétní podmínky subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Výchozím předpokladem je domněnka, že neexistuje objektivní hodnota podniku. Objektivizovaná hodnota je v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu je třeba dodržet tyto zásady a požadavky: [7]

- Udržovat substanci – Objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik prostředků, aby byla udržena jeho podstata (substance).
- Volný zisk – Ocenění je založeno na volném zisku, tzn. té části zisku, kterou mohou vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku.
- Nepotřebný majetek – majetek podniku je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především té části, která je provozně nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně.
- Možnosti změn v podniku – při ocenění se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění. Předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu. Změny jsou uvažovány jen v rozsahu, který je již v současném stavu obsažen, například vliv dokončení již rozestavěných investic nebo investic, o nichž bylo rozhodnuto. Mnohdy však bude obtížné určit, jaká růstová opatření považovat za dostatečná, aby z nich plynoucí růst výnosů bylo možno považovat za dostatečně pravděpodobný, a tedy započítatelný do objektivizované hodnoty.
- Metoda – metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná. Jednoznačnost znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky. Proto je také dávána přednost kombinované majetkové a výnosové metodě.
- Management – výnosová hodnota závisí často na setrvání managementu v podniku. V rámci objektivizované hodnoty předpokládáme, že dosavadní management přetrvá. Tento standardní předpoklad je součástí vytváření typizovaných situací v rámci objektivizované hodnoty.
- Zdanění – oproti běžné praxi v České republice se doporučuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka, a to opět na typizované úrovni.

O objektivizované ocenění bychom se měli snažit tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav (například při poskytování úvěru, zjišťování současné reálné bonity podniku apod.).

1.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním ocenění, které je považováno za reálné východisko pro ocenění podniků. Subjektivním oceněním je na jedné straně subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. Zastává názor, že ocenění lze modifikovat na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledku.

Základními funkcemi oceňování a oceňovatele, které Kolínská škola rozeznává, jsou:⁷

- a) funkce poradenská,
- b) funkce rozhodčí,
- c) funkce argumentační,
- d) funkce komunikační,
- e) funkce daňová.

Cílem **daňové** funkce je poskytnout podklady pro daňové účely. **Komunikační** funkce se zaměřuje na podklady pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami. **Poradenská** funkce poskytuje tzv. *hraniční hodnoty*, které vymezují prostor pro vlastní cenové jednání. Jde o *maximální cenu*, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal, a *minimální cenu*, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal. O výkonu nezávislého oceňovatele pojednává funkce **rozhodčí**. Oceňovatel by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí. V rámci funkce **argumentační** hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání.

1.4 Postup při oceňování podniku

Před samotným oceněním je nezbytné vyjasnit si, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Volba technik závisí na funkcích,

⁷ dle MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1996, s. 12

ktelé by ocenění mělo plnit. Samotný postup se vždy upravuje podle konkrétních podmínek. Zpravidla lze užít tento postup: ⁸

- sběr vstupních dat,
- analýza dat:
 - o strategická analýza,
 - o finanční analýza,
- sestavení finančního plánu,
- ocenění:
 - o volba metody,
 - o ocenění podle zvolených metod,
 - o souhrnné ocenění.

Základní okruh podkladů, které se týkají podniku, je velmi široký. Náleží sem interní podklady týkající se např. základní charakteristiky společnosti, struktury řízení, výrobků, výroby, prodejn, marketingové a distribuční činnosti, finanční výkonnosti, pracovněprávních vztahů atd. Nezbytné je však mít k dispozici také informace o prostředí, ve kterém podnik funguje, tedy informace o makroekonomickém prostředí a o odvětví.

Zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku je nezbytné pro posouzení celkového stavu podniku, postavení na trhu, konkurenční síly a schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Finanční plán je třeba sestavit v případě, že ocenění bude provedeno pomocí některé z výnosových metod.

Volba metody pro ocenění je závislá na cíli práce. Je užitečné, pokud se aplikuje několik metod. Důvodem je ověření správnosti výsledků. Z několika ocenění je na závěr třeba vyvodit a zdůvodnit ocenění souhrnné.

1.5 Metody pro oceňování podniku

V podstatě existují tyto skupiny oceňovacích metod: [7]

- metody opírající se o analýzu výnosů podniku,
- metody založené především na analýze aktuálních cen na trhu,

⁸ Dle: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 53

- metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek, ze kterých se podnik skládá; z velké části se v tomto případě jedná o nákladové ocenění.

Účel ocenění podniku má při výběru oceňovací metody rozhodující vliv. Na účelu totiž závisí nejen samotná volba metody, ale i její konkrétní modifikace a také hodnoty, kterými ji naplníme. Použitá metoda výpočtu hodnoty podniku by měla odpovídat i podnětu k ocenění a na jeho základě zvoleném přístupu k ocenění (např. u subjektivního ocenění metoda diskontovaných peněžních toků založená na peněžních tocích očekávaných konkrétním subjektem).

1.5.1 Ocenění na základě analýzy výnosů

Východiskem této kategorie metod je poznatek, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. V případě podniku jako hodnoceného statku jsou tímto užitekem očekávané příjmy. Existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované metody.

1.5.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Základní výnosovou metodou je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Rozlišují se tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty, které zjišťují hodnotu čistého obchodního majetku:

- metoda entity (podnik jako celek),
- metoda equity (vlastní kapitál),
- metoda APV (upravená současná hodnota).

Metoda DCF entity

Toto ocenění vychází z propočtu hodnoty podniku jako celku. Základním znakem je, že podnik jako celek je chápán na úrovni investovaného kapitálu. Přednost spočívá v možnosti použití i v případě oceňování samostatných divizí podniku. Při výpočtu se nejprve diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům, získá hodnota podniku jako celku. Poté se od této brutto hodnoty (H_b) odečte hodnota cizího kapitálu a získá

se hodnota vlastního kapitálu (H_n – hodnota netto). Diskontní míra se stanoví na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Metoda DCF equity

Při použití této metody se diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům, získá hodnota vlastního kapitálu (H_n). Úroková míra je dána odhadem nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení.

Metoda DCF APV

Nejprve se zjistí hodnota podniku jako celku (H_b). Je to součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se od H_b odečte cizí kapitál a tím se vypočítá H_n . Používá se diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení, daňové úspory se diskontují úrokovou mírou odpovídající nákladům cizího kapitálu. V praxi je využití této metody méně obvyklé.

Postup DCF entity

Metoda DCF entity se obecně považuje za základní způsob ocenění podniku, proto se jí budeme dále zabývat podrobněji. Pro její použití je předpoklad mít k dispozici výsledky strategického ocenění, finanční analýzy a zdůvodněný kompletní finanční plán.

První krok spočívá v **úpravě rozvahy**. Důvodem úpravy je zjištění investovaného kapitálu, který je velmi důležitou veličinou pro metodou DCF. Rozvahu nejprve upravíme za účelem určení nákladů na tento investovaný kapitál. Druhá úprava spočívá v rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

- Úprava plynoucích z potřeby určit náklady na kapitál
 - o Je třeba určit náklady na veškerý kapitál. U závazků je téměř nemožné oddělit náklady od ceny, proto se pracuje s pracovním kapitálem. Pracovní kapitál je část oběžných aktiv, která je financována pomocí dlouhodobého kapitálu.
 - o Pro potřeby propočtů investovaného kapitálu se používá upravený pracovní kapitál. Rozdíl je v tom, že od oběžných aktiv se odečtou dluhy, u kterých se obtížně zjišťují náklady (neúročený kapitál, především krátkodobé závazky a pasivní položky časového rozlišení – výdaje příštích období, výnosy příštích období).

- Rezervy, které mají charakter skutečných závazků, se zařadí mezi dlouhodobý cizí kapitál. Ostatní rezervy lze považovat za specifický vlastní kapitál.
- Investovaný kapitál je tedy zpoplatněný kapitál (vlastní kapitál společně s úročeným cizím kapitálem) nebo lze definovat jako součet dlouhodobých aktiv a upraveného pracovního kapitálu.
- Úprava plynoucí z potřeby rozčlenit majetek na provozně nutný a nenutný
 - Aktiva podniku rozdělíme na aktiva provozně nutná a aktiva nesloužící k zajištění hlavního provozu podniku. Tím získáme dvě úrovně investovaného kapitálu:
 - *Provozně nutný investovaný kapitál*: provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva
 - *Celkový investovaný kapitál*: provozně nutný investovaný kapitál a neprovozní aktiva.
 - $\text{Provozně nutný pracovní kapitál} = \text{provozně nutná oběžná aktiva} + \text{časové rozlišení aktivní provozně nutné} - \text{neúročené závazky (krátkodobé) vztahující se k provozním oběžným aktivům (včetně pasivního časového rozlišení provozní povahy)}$.

Pro potřeby oceňování je třeba ve druhém kroku určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. U metody DCF je východiskem volný peněžní tok (FCF – free cash flow), přičemž v případě DCF entity se používá výraz **peněžní toky do firmy** (FCFF – free cash flow to firm). Jde o peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům (akcionářům na dividendy) a věřitelům (splátky úvěrů a úroků). Volné cash flow lze vypočítat dle následujícího schématu:

Tab. 1.1 Volný peněžní tok

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)
2.	- Upravená daň z příjmů ($= KPVH_D \cdot \text{daňová sazba}$)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH$)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 170

Pro výpočet korigovaného výsledku hospodaření platí, že by neměly být odpočítány náklady na cizí kapitál, aby výsledkem byl zisk a cash flow, které je k dispozici pro vlastníky i věřitele. Neboť hodnotu podniku tvoří jen výsledky hospodaření trvalého charakteru, neměl by korigovaný výsledek hospodaření obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou opakovat. Také by neměl obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nehmotným. V souvislosti s těmito zásadami lze korigovaný provozní výsledek hospodaření vypočítat:

Tab. 1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výkazu zisku a ztráty)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 174

Další důležitou veličinou pro výpočet FCFF jsou vedle korigovaného výsledku hospodaření také investice. **Investice** ve schématu na výpočet FCF jsou investice brutto. Ty lze rozčlenit na dvě části – část zajišťující obnovu (ve výši odpisů) a část rozšiřovací (investice netto).

Diskontní mírou pro metodu DCF entity jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC – weighted average capital costs), které se vypočítají podle vzorce:

$$WACC = n_{CK} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \quad (1.1)$$

- Kde:
- n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)
 - d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt
 - CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (ale pouze úročeného)
 - $n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku
 - VK = tržní hodnota vlastního kapitálu
 - K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 207

Při výpočtu WACC by se neměla používat účetní struktura kapitálu. Obvykle se v praxi používá cílová struktura kapitálu, což je odhad tržní struktury. Náklady na cizí kapitál se propočítávají jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které se platí z nejrozličnějších forem cizího kapitálu [7]. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Toto výnosové očekávání se odvozuje z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Při kalkulaci rizikové přírážky je nutné ji alespoň částečně opřít o tržní data, jinak není možné ocenění vydávat za tržní.

Mezi metody pro odhad nákladů vlastního kapitálu patří tyto:

- metoda CAPM,
- stavebnicová metoda,
- dividendový model,
- průměrná rentabilita vlastního kapitálu v odvětví,
- odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu.

Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Obvykle se předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (jde o tzv. „going concern“). V nekonečně dlouhém období není možné naplánovat peněžní toky pro jednotlivá léta, proto se v praxi používá standardní dvoufázová metoda nebo metody založené na odhadu průměrných temp růstu. Dle standardní dvoufázové metody lze budoucí období rozdělit na fázi, pro kterou je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta, a fázi trvající od konce první fáze do nekonečna. V druhé fázi se hodnota podniku označuje jako pokračující hodnota.

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (1.2)$$

Kde: T = délka první fáze v letech
 PH = pokračující hodnota
 i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 178

Pokračující hodnotu podniku v čase T vypočítáme:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (1.3)$$

Kde: T = poslední rok prognózovaného období
 i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCFF = volný peněžní tok do firmy

Podmínka platnosti: $i_k > g$.

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 183

Abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, musíme od vypočtené provozní hodnoty brutto odečíst hodnotu úročeného cizího kapitálu a přičíst hodnotu aktiv, která nejsou provozně nutná.

1.5.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Použití metody kapitalizovaných čistých výnosů je velmi časté v německy mluvících zemích. Výnosová hodnota se počítá z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu. Podle postoje k čistým výnosům se rozlišují dvě varianty této metody. První varianta vychází z předpokladu, že čistý výnos podniku je určen rozdílem mezi příjmy a výdaji, tedy peněžními toky (tuto variantu lze ztotožnit s metodou DCF equity). Druhá varianta spočívá v odvození čistého výnosu z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů výnosů a nákladů.

Vlastní postup je obdobný jako u všech výnosových metod: [7]

- 1) Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
- 2) Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
- 3) Odhad kalkulované úrokové míry
- 4) Vlastní propočet výnosové hodnoty, a to:
 - analytickou metodou nebo
 - paušální metodou.

Ad 1) Cílem úprav účetních výkazů je zjistit skutečné výsledky hospodaření, které by mohly být rozděleny a dosáhnout srovnatelnosti a kontinuity mezi minulostí a budoucností tak, aby minulé výsledky hospodaření mohly být základem pro plánování výsledků budoucích. [7]

Při úpravách, které se provádějí především ve výkazu zisků a ztrát, se vydělí významné položky nákladů a výnosů plynoucí z majetku provozně nepotřebného, všechny náklady a výnosy musí být zaúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují, nepravidelné výnosy a náklady by se měly rozložit na příslušná období, jednorázové náklady

a výnosy eliminovat, náklady z minulosti, jejichž výsledky lze očekávat až v budoucnosti, rozložit na celé období apod.

Ad 2) Při plánování budoucích výsledků hospodaření je již třeba odlišit dva přístupy k ocenění – paušální a analytickou metodu.

Při obou metodách používáme trvalý čistý výnos k rozdělení (TČV), což jsou skutečné, účetní politikou co nejméně ovlivněné budoucí výsledky hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku.

$$TCV = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (1.4)$$

Kde: \check{V}_t = minulé upravené čisté výnosy
 q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu
 K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 273

U paušální varianty se zpracuje výhled do budoucnosti a posoudí, zda bude podnik trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos k rozdělení jako za minulé období.

Ad 3) Kalkulovaná úroková míra představuje u této metody náklady vlastního kapitálu a vyjadřuje výnosnost alternativního použití kapitálu (spotřeba, splátky úvěru, jiné investice). V praxi se vychází pouze z porovnání s jinými možnými investicemi – výnosnost dlouhodobých investic na kapitálovém trhu, průměrná rentabilita v branži, ke které oceňovaný podnik patří, očekávaná (požadovaná) výnosnost, nejlepší dosažitelná výnosnost, kterou může konkrétní investor dosáhnout.

Kalkulovaná úroková míra u analytické metody je obvyklá úroková míra pro relativně bezrizikovou investici na kapitálovém trhu zvýšená o přiměřenou rizikovou přírážku.

U paušální metody, která počítá se stálými cenami, je třeba úrokovou míru očistit o inflaci. Kalkulovanou úrokovou míru pro paušální metodu tedy vypočítáme, když k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění přičteme rizikovou přírážku a odečteme předpokládanou inflaci.

Ad 4) Analytická metoda – výnosové ocenění je postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Předpokládá-li se při ocenění podniku jeho trvalá existence a k dispozici je řada odnímatelných čistých výnosů, lze pro výpočet hodnoty podniku použít vzorec:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{TCV}{i_k} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (1.5)$$

Kde: H_n = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu
 $\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
 T = délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze)
 TCV = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu; zde předpokládáme stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů
 i_k = kalkulovaná úroková míra

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 270

Paušální metoda – používá se za předpokladu, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti.

$$H_n = \frac{TCV}{i_k} \quad (1.6)$$

Kde: TCV = trvale odnímatelný čistý výnos
 i_k = kalkulovaná úroková míra

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 273

1.5.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Ekonomická přidaná hodnota (EVA – economic value added) lze využít jako nástroj finanční analýzy, jako nástroj řízení podniku a motivování pracovníků i jako nástroj ocenění podniku. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk, tedy zisk, kdy jsou uhrazeny nejen běžné náklady (jako u účetního zisku), ale i náklady kapitálu. V podstatě je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu:

$$EVA = NOPAT - \text{Capital} * WACC \quad (1.7)$$

Kde: $NOPAT$ = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po dani,

Capital = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. V konceptu ekonomické přidané hodnoty pak tento obecný výraz bývá nahrazen speciálním termínem NOA (net operating assets – čistá operační aktiva),

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

Zdroj: Mařík, M; Maříková, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2005, s. 13

Vyhodnocení ukazatele EVA je jednoduché – podnik tvoří hodnotu pro vlastníky, pokud je jeho hodnota kladná.

Aby ukazatel EVA měřil skutečně čistý ekonomický výnos pro vlastníky, je třeba převést účetní data na data ekonomická. Při výpočtu NOA se z celkových aktiv vyloučí neoperační aktiva, započítají operační aktiva nevykázaná v účetnictví a dále se aktiva sníží o neúročený cizí kapitál a vyloučí se mimořádné položky. NOPAT je obdobou korigovaného provozního zisku, který používáme jako základ pro výpočet volných peněžních toků u metody DCF.

Vyjdeme-li při určování NOPAT z výsledku hospodaření za běžnou činnost, je třeba k němu přičíst nákladové úroky a vyloučit mimořádné položky (např. restrukturalizace, prodej dlouhodobého majetku). Také se započítá vliv změn vlastního kapitálu (náklady na výzkum a vývoj se nahradí odhadem odpisů aktivovaných nákladů, do výsledku hospodaření se započítá změna dopravných položek na zásoby a pohledávky). Pokud je finanční majetek dlouhodobý či krátkodobý považován za provozně potřebný, ponechají se finanční výnosy, případně náklady v NOPAT. Nakonec se zjišťuje upravená daň, která by teoreticky byla placena z operačního výsledku hospodaření.

Postup EVA

Tržní hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA vypočítáme, když k tržní hodnotě operačních aktiv přičteme tržní hodnotu neoperačních aktiv a odečteme tržní hodnotu úročených závazků. Součtem tržních hodnot operačních a neoperačních aktiv vypočítáme hodnotu pro vlastníky i věřitele, po odečtení úročených závazků získáme hodnotu podniku pro vlastníky.

Tržní hodnota operačních aktiv je součtem čistých operačních aktiv (NOA) s tržní přidanou hodnotou (MVA). Tato tržní přidaná hodnota je současná hodnota budoucích EVA a je možné ji vypočítat dvěma způsoby: [10]

- Ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tržní hodnotu vlastního kapitálu pro tyto účely nejsnáze určíme jako tržní kapitalizaci, tj. součin počtu akcií a jejich aktuální tržní ceny.
- Ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).

Výpočet hodnoty podniku dle dvoufázové metody:

$$H_n = NOA + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (1.8)$$

Kde:	H_n	=	hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku
	EVA_t	=	EVA v roce t počítaná metodou entity
	NOA_0	=	čistá operační aktiva k datu ocenění
	NOA_{t-1}	=	čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t
	$NOPAT_t$	=	operační výsledek hospodaření po dani v roce t
	T	=	počet let explicitně plánovaných EVA
	$WACC$	=	průměrné vážené náklady kapitálu
	CK_0	=	hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění
	A_0	=	ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

Zdroj: Mařík, M.; Maříková, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2005, s. 69

1.5.2 Metody založené na analýze trhu

1.5.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Používá se pro ocenění akciových společností, jejichž akcie jsou běžně obchodovány. Z toho vyplývá, že je k dispozici tržní cena akcie. Vynásobením aktuální ceny počtem akcií získáme tzv. tržní kapitalizaci. Pro výpočet tržní hodnoty podniku je však třeba vycházet z průměrné ceny akcií za poslední období. Délka tohoto období závisí na zkušenosti oceňovatele a charakteru trhu.

Při koupi většího podílu akcií bývá jejich cena oproti předchozí běžné ceně vyšší. Tuto prémii zaplacenou nad úroveň lze vysvětlit několika způsoby. Například akcie mohou být „předplacené“ nebo premie může být cenou za možnost kontrolovat chod společnosti. Toto

ocenění vyvozené z aktuálních cen vlastních akcií je možné jen pro omezený počet akciových společností.

1.5.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Tržní hodnota aktiva se pomocí této metody odvozuje z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv, přičemž rozdíly mezi aktivy musí být malé. Nalézt plně srovnatelný podnik, jehož cena by byla k dispozici, je téměř nemožné.

1.5.2.3 Metoda srovnatelných podniků

Oceňovaný podnik srovnáme s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny, přičemž pro srovnání vybíráme podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích.

Při použití této metody je třeba nejprve analyzovat stav a vývoj národního hospodářství, příslušného odvětví i samotného podniku. Podrobnou finanční analýzou podniku zjistíme znaky, kterými by se měl vyznačovat skutečně srovnatelný podnik. Doporučuje se použít asi 5 až 8 srovnatelných podniků. Prostřednictvím násobitelů, což je poměr tržní ceny k nějaké vztahové veličině, zjistíme hodnotu investovaného kapitálu na jednu akcii. Odečtením úročeného cizího kapitálu získáme odhad hodnoty akcie. Použijeme-li několik různých násobitelů, získáme několik dílčích odhadů akcie. Výslednou hodnotu buď zvolíme na základě dílčích odhadů pomocí odborného úsudku, nebo vypočítáme s použitím vah pro jednotlivé odhady.

1.5.2.4 Metoda srovnatelných transakcí

Postup je obdobný jako u metody srovnatelných podniků. Používané ukazatele však nejsou vztaženy na jednu akcii, ale na podnik jako celek. Vycházíme z ceny skutečně zaplacené za srovnatelné podniky, které byly prodány v poslední době.

1.5.3 Ocenění na základě analýzy majetku

Pomocí tohoto ocenění se zjišťuje majetková podstata podniku, označována jako substance. Majetkovou hodnotu podniku lze definovat jako souhrn individuálně oceněných položek majetku snížený o sumu individuálně oceněných závazků. Majetkové ocenění se člení podle předpokladu dalšího pokračování podniku. Pokud se nepředpokládá dlouhodobější

existence podniku, zjišťuje se likvidační hodnota. Za předpokladu trvalé existence podniku (princip „going concern“) se oceňuje na základě reprodukčních cen.

1.5.3.1 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota se používá za předpokladu, že majetek podniku bude rozdělen, rozprodán či zlikvidován. Jedná se o ocenění statického charakteru, které je orientované na možnosti trhu vstřebat podnikový majetek v určeném časovém intervalu. V praxi je především u specializovaného majetku velmi obtížné odhadnout schopnost trhu majetek vstřebat podniku i cenu, za jakou jej bude možné prodat. Hodnota podniku vypočtená likvidační metodou závisí na rychlosti likvidace a těchto veličinách:

Tab. 1.3 Veličiny, na kterých závisí likvidační hodnota

+	Příjmy z prodeje majetku Pokud se očekává, že odprodej potrvá určitou dobu, nebo se předpokládá postupný rozprodej majetku, je třeba počítat současnou hodnotu příjmů z prodeje majetku.
–	Výdaje: a) na vyrovnání dluhů, b) na úhradu nákladů na likvidaci, c) na úhradu případných daní z příjmů z odprodeje majetku a daní z převodu nemovitostí.
±	Pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti, je třeba kalkulovat ještě běžné podnikové příjmy a výdaje, případně i přechodně nezbytné výdaje investiční.

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 322

Likvidační hodnota se používá jako součást ocenění podniků s omezenou životností, při ocenění ztrátových podniků, jako odhad dolní hranice ocenění podniku, při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku, slouží jako měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku a používá se pro ocenění neprovozního majetku.

1.5.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Podle přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek a za předpokladu pokračování podniku lze použít tato majetková ocenění:

- ocenění převážně na bázi historických cen – účetní princip,
- ocenění na bázi reprodukčního cen – substanční hodnota v užším smyslu,
- ocenění na bázi uspořené náklady,
- ocenění na bázi tržních hodnot.

1.5.3.3 Účetní hodnota na principu historických cen

Východiskem tohoto ocenění jsou historické ceny. V podstatě tedy zjišťujeme cenu, za kterou byl majetek skutečně pořízen. Zdrojem těchto informací je rozvaha, ve které hodnotu netto vyjadřuje vlastní kapitál. Pořizovací cena však většinou neodpovídá skutečné současné hodnotě majetku. Přesto má účetní ocenění význam jako výchozí informace pro oceňovatele, používá se jako součást některých násobitelů v rámci metody tržního porovnání a slouží jako základna pro posuzování výsledného ocenění.

1.5.3.4 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Cílem tohoto ocenění je zjistit, kolik by stálo znovuvybudování oceňovaného podniku. Toto ocenění nazýváme substanční hodnota. Rozlišujeme substanční hodnotu brutto a netto. Substanční hodnota brutto je rovna aktuálním cenám stejného nebo obdobného majetku snížených o případné opotřebení. Odečteme-li od této hodnoty dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto.

Substanční hodnotu můžeme rozdělit také na úplnou a neúplnou. Rozdíl spočívá ve schopnosti zahrnout do ocenění veškerá hmotná i nehmotná aktiva. Úplná substanční hodnota zahrnuje veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně v tom stavu, v jakém je k datu ocenění včetně veškerých nehmotných položek (vztahy k odběratelům a dodavatelům, pověst podniku, know-how). V praxi převažuje neúplná substanční hodnota, do které se zahrnuje jen samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek.

1.5.3.5 Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Pokud budeme vycházet z předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota podniku uvažovaného ke koupi plyne ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového podniku. [7]

1.5.3.6 Majetkové ocenění na principu tržních cen

Tento přístup spočívá v ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu podniku by pak byla stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o závazky. [7]

Použití tohoto ocenění má význam u investičních společností a podniků holdingového typu. Oceníme-li každou majetkovou položku zvlášť, předpokládáme její prodej. Pro běžný

provozní podnik by přestal platit předpoklad jeho dalšího trvání a aplikace této metody by vedla k ocenění v likvidační hodnotě.

1.5.4 Kombinované metody

1.5.4.1 Schmalenbachova metoda

Tato tzv. metoda střední hodnoty se často používá v německé oceňovací praxi. Podstatou metody je teze autora, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. [4]

Hodnota podniku (H) se vypočte jako průměr výnosové hodnoty (V) a substanční hodnoty založené na reprodukčních cenách (S):

$$H = (V + S) / 2 \quad (1.9)$$

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 278

Obvykle se používá výnosová hodnota vypočítaná pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů. Platí, že tuto metodu lze použít jen v případě, že se výnosová a substanční hodnota od sebe příliš neliší.

1.5.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných výnosů

Celkovou hodnotu podniku tvoří hodnota substance a hodnota „firmy“. Hodnota „firmy“ vyjadřuje goodwill (dobré jméno) a lze ji vymezit jako rozdíl mezi hodnotou výnosovou a substanční. Základem hodnoty „firmy“ je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos. Mimořádný čistý výnos je rozdíl mezi plánovaným čistým výnosem podniku a obvyklým čistým výnosem, který by požadoval průměrný investor do vlastního kapitálu daného podniku, aby kompenzoval své riziko.

1.5.5 Oceňování synergií

Spojením dvou podniků nebo jejich rozdělením dochází k efektu nazývaného synergie. Podstatou synergie je efekt celku, který je obvykle odlišný, než je součet (souhrn) efektů částí tohoto celku. Oceněním synergie je přírůstek hodnoty ze spojení. Přírůstky mohou plynout z přírůstků výnosů, úspor nákladů, úspor daní nebo ze změn ve financování.

1.6 Strategická analýza

Strategickou analýzu lze považovat za klíčovou fázi oceňovacího procesu. Její funkce spočívá ve vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Tento výnosový potenciál je dán vnitřním a vnějším potenciálem, kterými podnik disponuje. Vnější potenciál vystihují šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém oceňovaný podnik působí. Vnitřní potenciál vyjadřuje schopnost podniku využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Jde tedy o silné a slabé stránky podniku, včetně konkurenční výhody.

Strategická analýza by měla vést k odpovědím na otázky, které se týkají dlouhodobé perspektivy podniku, vývoje tržeb podniku a rizik spojených s podnikem. Účelem strategické analýzy je vytvořit předpoklad věrohodnosti výsledného ocenění.

1.6.1 Analýza makroprostředí

Podniky jsou ovlivňovány vývojem makroprostředí, ve kterém působí. Z množství veličin makroekonomického prostředí je důležité sledovat vliv následujících ukazatelů: [4]

- tempo růstu hrubého domácího produktu (existuje vztah mezi změnou HDP a změnou akciových kursů),
- fiskální politika státu (jedná se o vývoj daňového zatížení právnických i fyzických osob),
- vývoj peněžní nabídky (bezprostředně se projevuje v chování investorů),
- vývoj úrokových sazeb (platí inverzní vztah mezi vývojem úrokových sazeb a vývojem kursů akcií),
- vývoj devizových kursů,
- vývoj inflace (projevuje se v podnicích jak na vstupech, tak na výstupech),
- ekonomické a politické šoky.

Makroekonomickými analýzami se profesionálně zabývají nejrozličnější instituce – Český statistický úřad, Česká národní banka a investiční a makléřské společnosti.

1.6.2 Analýza mikroprostředí

Při analýze mikroprostředí jde především o identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a prognózu jeho vývoje. Nejprve je nutné určit příslušnost podniku k určitému odvětví, k čemuž slouží OKEČ⁹.

⁹ OKEČ – Odvětvová klasifikace ekonomických činností

K základním znakům odvětví patří citlivost na změny hospodářského cyklu, míra regulace ze strany státu (bariéry vstupu do odvětví apod.) a struktura odvětví. Ve vztahu citlivosti odvětví na změny hospodářského cyklu lze rozlišit odvětví cyklická, neutrální a acyklická. Ze strany státu může k některým produktům nebo službám existovat určitá regulace (např. regulované ceny či udělování licencí). Na strukturu odvětví působí konkurenční faktory, ke kterým patří vstup nových konkurentů, hrozba nových výrobků nebo služeb, dohádovací schopnost kupujících a soupeření mezi existujícími konkurenty.

Východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj, který se soustřeďuje především na porovnání minulého vývoje tržeb, zisků a cen akcií. Zpravidla je nutné sledovat základní vývojové linie spojené s inovačními procesy, které ovlivňují základní parametry růstu.

1.7 Finanční analýza

Pomocí finanční analýzy se hodnotí stav a minulý vývoj financí podniku na základě rozboru účetních výkazů. Jejím úkolem je poskytovat informace o finanční situaci podniku, finanční stabilitě, likviditě a rentabilitě. Některé ukazatele se hodí pro porovnávání dvou libovolných podniků. Jiné lze porovnávat jen v rámci srovnatelných podniků, které si konkurují v rámci odvětví. [2]

1.7.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Většinu dat pro finanční analýzu poskytuje finanční účetnictví prostřednictvím svých výkazů. Tyto finanční výkazy jsou rozhodující součástí účetní závěrky, kterou dle zákona o účetnictví¹⁰, tvoří:

- rozvaha,
- výkaz zisků a ztrát,
- příloha.

Příloha k účetní závěrce obsahuje obecné údaje o podniku, informace o používaných účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování, doplňující údaje k účetním výkazům (rozvaze a výkazu zisků a ztrát) a přehled o peněžních tocích – výkaz cash flow.

¹⁰ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví ve znění pozdějších předpisů, § 18, odst. 1)

1.7.1.1 Rozvaha

Rozvaha je účetní výkaz, ve kterém v peněžním vyjádření najdeme přehled o majetkové a kapitálové struktuře podniku. Jedná se o výkaz stavový, to znamená, že se v něm uvádí stav aktiv (majetek, kterým podnik disponuje) a pasiv (kapitál, neboli zdroje krytí) k určitému datu.

Strana aktiv zachycuje konkrétní formy majetku, které podnik používá pro svou činnost [3]. Majetek podniku se dělí na aktiva stálá, oběžná a ostatní.

Stálá aktiva v průběhu výrobního procesu nemění svou naturální podobu, pouze se opotřebovávají a jejich cena se přenáší prostřednictvím odpisů do nákladů [1]. Do stálých aktiv patří dlouhodobý majetek nehmotný, hmotný a finanční. Dlouhodobý charakter těchto aktiv je dán dobou použitelnosti delší než jeden rok.

Oběžná aktiva jsou krátkodobým majetkem podniku. Jejich doba využitelnosti je do jednoho roku, obvykle jsou určena ke spotřebě nebo prodeji. V podniku se vyskytují jako zásoby, pohledávky a finanční majetek (peníze v hotovosti, účty v bankách a krátkodobý finanční majetek). Ostatní aktiva zachycují zůstatky účtů časového rozlišení.

Pasiva představují způsob financování aktiv podniku, jsou to zdroje krytí majetku podniku. Rozlišují se dle jejich vlastnictví na vlastní a cizí.

Vlastní zdroje, které byly do podnikání vloženy nebo byly vytvořeny hospodářskou činností podniku, označujeme jako vlastní kapitál. Tento je tvořen základním kapitálem, který představuje veškeré vklady společníků do společnosti, kapitálovými fondy, fondy ze zisku, výsledkem hospodaření minulých let a výsledkem hospodaření běžného účetního období.

Rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci představují cizí zdroje. Ostatní pasiva mají v podstatě stejnou funkci jako ostatní aktiva – zachycují zůstatky účtů časového rozlišení.

Pro potřeby finanční analýzy je nutné rozčlenit pasiva dle časového hlediska na krátkodobá a dlouhodobá. Krátkodobá pasiva představují krátkodobé finanční zdroje (krátkodobé závazky, běžné bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci) a dlouhodobá pasiva dlouhodobé finanční zdroje (vlastní kapitál, rezervy, dlouhodobé závazky a dlouhodobé bankovní úvěry).

1.7.1.2 Výkaz zisků a ztrát

K posouzení schopnosti podniku zhodnocovat vložený kapitál slouží výkaz zisků a ztrát. Konkretizuje, které náklady a výnosy za jednotlivé činnosti se podílely na tvorbě výsledku hospodaření běžného období. Výsledkem hospodaření může být zisk nebo ztráta, to závisí na rozdílu mezi náklady a výnosy. Při sestavování tohoto výkazu je nezbytné uplatňovat akruální princip. To znamená, že veškeré transakce musí být zachyceny a vykázány v období, kterého se časově i věcně týkají. Jde vlastně o časovou shodu nákladů a výnosů pomocí účtů časového rozlišení, ke kterým náleží náklady příštích období, příjmy příštích období, výnosy příštích období a výdaje příštích období.

Z hlediska finanční analýzy výsledku hospodaření se rozlišují dvě základní pojetí výsledku hospodaření. Buď výsledek hospodaření obsahuje veškeré zisky či ztráty za dané období (zisky a ztráty z běžné činnosti i mimořádný výsledek hospodaření podniku), nebo zahrnuje pouze zisk či ztrátu z běžné činnosti (mimořádný výsledek hospodaření se vyloučí).

Jak je již naznačeno, výkaz zisků a ztrát existuje ve víceúrovňovém pojetí, ze kterého vyplývá několik typů výsledku hospodaření – provozní, finanční, mimořádný. Součtem provozního a finančního vzniká výsledek hospodaření za běžnou činnost. Přičteme-li i mimořádný výsledek hospodaření, získáme výsledek hospodaření za účetní období.

1.7.1.3 Výkaz CF

Nedílnou součástí přílohy k účetním výkazům je výkaz peněžních toků (angl. Cash Flow). Tento výkaz podává informace o příjmech, výdajích a změně stavu peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů a o skladbě příjmů a výdajů, které ke změně vedly, a to všechno za uplynulé účetní období. Peněžní toky se ve výkaze člení na toky z provozní, investiční a finanční činnosti. Peněžní toky z provozní činnosti jsou rozdílem mezi příjmy a výdaji spojenými s běžnou činností. Výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním se upraví o nepeněžní operace, změnu potřeby pracovního kapitálu, přijaté a zaplacené úroky a odečte se zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost [3]. K investiční činnosti se vztahují náklady související s pořízením stálých aktiv, příjmy spojené s vyřazením dlouhodobého majetku a veškerá činnost související s poskytováním úvěrů, půjček a výpomocí, které nejsou považovány za provozní činnosti (např. půjčky a úvěry spřízněným osobám). Změny ve výši a struktuře vlastního kapitálu, přijaté a vyplacené dividendy, přírůstky a úbytky dlouhodobých závazků tvoří peněžní toky z finanční činnosti.

Výkaz peněžních toků lze sestavit pomocí metody přímé nebo metody nepřímé. Přímá metoda je založena na nepřetržitém sledování toku peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů za sledované období. Východiskem nepřímé metody, která je používána častěji, jsou změny v rozvaze, nepeněžní transakce a další operace prováděné podnikem.

1.7.2 Absolutní ukazatele

Za absolutní ukazatele jsou považovány údaje přímo obsažené v účetních výkazech. Tyto ukazatele není třeba pro potřebu finanční analýzy nijak upravovat. V rozvaze jsou zachyceny tzv. stavové ukazatele (tj. stav majetku a zdrojů financování k určitému okamžiku), výkaz zisků a ztrát poskytuje tokové údaje (tj. změna za určité období).

Absolutní ukazatele jsou těžko srovnatelné mezi různě velkými podniky, proto se srovnávají v rámci jednoho podniku pomocí rozdílových ukazatelů (rozdíl mezi absolutními ukazateli). Nejčastěji se z těchto poměrových ukazatelů používá čistý pracovní kapitál:

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{KrdZ} \quad (1.10)$$

nebo
$$\text{ČPK} = (\text{VK} + \text{DldZ}) - \text{SA} \quad (1.11)$$

Zdroj: Grünwald, R.; Holečková, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2004, s. 16

Tento ukazatel představuje část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými zdroji (není třeba ji použít k úhradě splatných krátkodobých závazků) a má vliv na platební schopnost podniku – likviditu.

Vertikální analýza představuje strukturu položek rozvahy či výkazu zisků a ztrát v procentech. Jedná se o tzv. procentní rozbor komponent, díky kterému lze zkoumat relativní strukturu aktiv a pasiv a roli jednotlivých činitelů na tvorbě zisku.

Horizontální analýza (též nazývána analýzou vývojových trendů) vyjadřuje změnu určité položky v čase. Jedná se o změnu absolutní, která se vypočítá jako rozdíl hodnot ze dvou po sobě jdoucích let, či změnu procentní, která se vyjadřuje v procentech k hodnotě výchozího roku.

1.7.3 Poměrové ukazatele

Bylo vytvořeno značné množství poměrových ukazatelů, někdy i různé ukazatele pro hodnocení jedné charakteristiky finanční situace. Nejčastěji používané skupiny ukazatelů jsou

všeobecně akceptované a umožňují vytvořit si základní představu o hospodářské a finanční situaci daného podniku. Poměrové ukazatele jsou formou číselného vztahu finančně-účetních informací. Běžně se vypočítávají vydělením jedné položky (skupiny položek) jinou položkou (skupinou položek) uvedenou ve výkazech, mezi nimiž existují co do obsahu určité souvislosti [3]. Tyto ukazatele lze použít jak pro sledování vývoje jednoho podniku v čase, tak pro mezipodnikové srovnání.

Podle oblastní finanční analýzy se poměrové ukazatele obvykle člení na ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity, tržní hodnoty, výrobní ukazatele a ukazatele na bázi finančních fondů a cash flow.

Následující ukazatele i veškeré vzorce jsou zpracovány na základě odborné literatury – Sedláček, J. Finanční analýza podniku. 2007

1.7.3.1 Ukazatele rentability

Rentabilita měří schopnost podniku vytvářet nové zdroje. Ukazatele rentability poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů podniku, jichž bylo užito k jeho dosažení.

- Rentabilita vloženého kapitálu (%)

$$ROI = \frac{\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{celková aktiva}} \quad (1.12)$$

- vyjadřuje s jakou účinností působí celkový kapitál vložený do podniku bez závislosti na zdroji financování,
- do čitatele zlomku lze dosadit EBIT (zisk před úhradou všech úroků a daně z příjmů).

- Rentabilita celkových vložených aktiv (%)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \quad (1.13)$$

- měří hrubou produkční sílu aktiv podniku před odpočtem daní a nákladových úroků,
- vyjadřuje návratnost aktiv vložených do podniku bez ohledu na jejich původ.

- Rentabilita vlastního kapitálu (%)

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (1.14)$$

- udává kolik Kč zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu,

- vyjadřuje výnosnost, návratnost vlastního kapitálu,
 - pro vlastníky přináší odpověď na otázku, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos,
 - pro investory je důležité, aby hodnota ukazatele byla vyšší než úroky, které by obdržel při jiné formě investování.
- **Rentabilita tržeb (%)**

$$\text{ROS} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \quad (1.15)$$

- vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb,
- kolik zisku dokáže podnik vyprodukovat na 1 Kč tržeb.

1.7.3.2 Ukazatele aktivity

Pomocí těchto ukazatelů se měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Uvádějí se v podobě vázanosti kapitálu, obratovosti aktiv (vyjadřují počet obrátek za časové období) nebo doby obratu aktiv (vyjadřují délku období, které je nutné k uskutečnění jednoho obratu).

- **Vázanost celkových aktiv** = aktiva / roční tržby (1.16)
 - vyjadřuje výkonnost (intenzitu), s níž podnik využívá aktiv s cílem dosáhnout tržeb,
 - měří celkovou produkční efektivnost podniku,
 - čím je nižší, tím lépe – podnik expanduje, aniž musí zvyšovat finanční zdroje.
- **Obrat celkových aktiv** = roční tržby / aktiva (krát) (1.17)
 - udává počet obrátek celkových aktiv za rok,
 - jde o intenzitu využívání aktiv.
- **Obrat stálých aktiv** = roční tržby / stálá aktiva (krát) (1.18)
 - má význam při rozhodování o pořízení dalšího dlouhodobého majetku,
- **Obrat zásob** = roční tržby / zásoby (krát) (1.19)
 - označuje se také jako ukazatel intenzity využití zásob,
 - vyjadřuje, kolikrát je v průběhu roku každá položka zásob podniku prodána a znovu uskladněna.
- **Doba obratu zásob** = průměrná zásoba / denní spotřeba (d) (1.20)
 - vyjadřuje dobu, po kterou jsou zásoby vázány v podniku než se spotřebují či prodají,
 - denní spotřeba vyjadřuje náklady na den.

- **Doba obratu pohledávek** = obchodní pohledávky / denní tržby (d) (1.21)
 - o vyjadřuje průměrnou dobu splatnosti pohledávek,
 - o vypovídá o platební disciplině odběratelů.
- **Doba obratu závazků** = závazku vůči dodavatelům / denní tržby (d) (1.22)
 - o vypovídá o platební morálce firmy vůči jejím dodavatelům,
 - o jak dlouho firma odkládá platbu přijatých faktur.

1.7.3.3 Ukazatele zadluženosti

Hodnotí finanční strukturu podniku, udávají vztah mezi cizími a vlastními zdroji financování podniku. Pro analýzu zadluženosti se používá mnoho ukazatelů, např.:

- **Celková zadluženost** = cizí kapitál / celková aktiva (%) (1.23)
 - o představuje věřitelské riziko,
 - o čím je ukazatel nižší, tím nižší je i zadluženost podniku a riziko pro věřitele.
- **Kvóta vlastního kapitálu** = vlastní kapitál / celková aktiva (%) (1.24)
 - o jedná se o doplňující ukazatel k celkové zadluženosti, jejich součet je roven 1,
 - o vyjadřuje finanční nezávislost podniku.
- **Koeficient zadluženosti** = cizí kapitál / vlastní kapitál (%) (1.25)
 - o vyjadřuje míru zadluženosti podniku,
 - o má stejnou vypovídací schopnost jako celková zadluženost, rozdíl je, že celková zadluženost roste lineárně (do 100 %) a míra zadluženosti roste exponenciálně (do nekonečna).
- **Úrokové krytí** = EBIT / úroky (krát) (1.26)
 - o kolikrát převyšuje zisk placené úroky,
 - o pokud je roven 1, znamená to, že na zaplacení úroků je třeba celého zisku.
- **Dlouhodobá zadluženost** = dlouhodobý cizí kapitál / celková aktiva (%) (1.27)
 - o vyjadřuje jaká část aktiv podniku je financována dlouhodobými dluhy.
- **Běžná zadluženost** = krátkodobý cizí kapitál / celková aktiva (%) (1.28)
 - o vyjadřuje jaká část podniku je financována krátkodobými závazky.

1.7.3.4 Ukazatele likvidity

Charakterizují schopnost podniku dostát svým závazkům. Likviditu lze definovat jako souhrn všech potenciálně likvidních prostředků, které má podnik k dispozici pro úhradu svých splatných závazků. Ukazatele likvidity se rozdělují podle likvidnosti položek aktiv, které se dosazují do čitatele.

- **Běžná likvidita** = oběžná aktiva / krátkodobé závazky (1.29)
 - o kolikrát pokrývají oběžná aktiva (zásoby, krátkodobé pohledávky, finanční majetek) krátkodobé závazky,
 - o měří budoucí solventnost a je postačující pro hodnotu vyšší než 1,5.
- **Pohotová likvidita** = (oběžná aktiva – zásoby) / krátkodobé závazky (1.30)
 - o pro zachování likvidity podniku by hodnota ukazatele neměla klesnout pod 1,
 - o v čitateli zlomku lze použít i součet krátkodobých pohledávek a finančního majetku.
- **Okamžitá likvidita** = finanční majetek / okamžitě splatné závazky (1.31)
 - o měří schopnost podniku okamžitě hradit právě splatné dluhy,
 - o v čitateli jsou dosazeny veškeré peníze a jejich ekvivalenty,
 - o likvidita je zajištěna při hodnotě ukazatele alespoň 0,2.

1.7.3.5 Ukazatele tržní hodnoty

Mnohé z indikátorů tržní hodnoty (označované také jako ukazatele kapitálového trhu) se běžně publikují ve finančních přílohách novin. Tyto ukazatele mají význam pro investory, potenciální investory a všechny, kdo obchodují na kapitálovém trhu.

- **Účetní hodnota akcie** = vlastní kapitál / počet kmenových akcií (Kč) (1.32)
- **Dividenda na akcii** = dividendy za rok / počet kmenových akcií (Kč) (1.33)
- **Výplatní poměr** = dividenda na akcii / zisk na akcii (1.34)
 - o jak velký podíl vytvořeného čistého zisku je vyplácen akcionářům,
 - o vypovídá o dividendové politice podniku.
- **Dividendový výnos** = dividenda na akcii / tržní cena akcie (1.35)
 - o bývá označován jako výnosnost akcie.
- **P/E** = tržní cena akcie / čistý zisk na akcii (1.36)
 - o vyjadřuje, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za 1 Kč vykazovaného zisku na akcii nebo také odhaduje počet let potřebných ke splacení ceny akcie jejím výnosem.

1.7.3.6 Provozní (výrobní) ukazatele

Jsou zaměřeny dovnitř podniku a uplatňují se tedy ve vnitřním řízení. Napomáhají managementu sledovat a analyzovat vývoj základní aktivity podniku.

- **Mzdová produktivita** = přidaná hodnota / mzdy (1.37)
 - o kolik výnosů připadá na 1 Kč vyplacených mezd,

- tento ukazatel by měl v čase vykazovat rostoucí tendenci .
- **Produktivita dlouhodobého hmotného majetku** = výnosy (bez mimořádných) / DHM v PC (1.38)
 - stupeň využití dlouhodobého hmotného majetku (kolik Kč vytvoří 1 Kč vložená do DHM v pořizovacích cenách),
 - hodnota by měla být co nejvyšší.
- **Ukazatel stupně odepsanosti** = DHM v zůstatkových cenách / DHM v pořizovacích cenách (1.39)
 - na kolik % je v průměru odepsán DHM,
 - svědčí o stárnutí podniku.
- **Nákladovost výnosů** = náklady / výnosy (bez mimořádných) (1.40)
 - zatížení výnosů podniku celkovými náklady,
 - hodnota by měla v čase klesat.
- **Materiálová náročnost výnosů** = spotřeba materiálu a energie / výnosy (bez mimořádných) (1.41)
 - zatížení výnosů spotřebovaným materiálem a energiemi.
- **Vázanost zásob na výnosy** = zásoby / výnosy (bez mimořádných) (1.42)
 - jaký objem zásob je vázán na 1 Kč výnosů,
 - hodnota by měla být minimální.

1.7.3.7 Ukazatele na bázi finančních fondů a cash flow

Ukazatele založené na fondech finančních prostředků a jejich změnách se používají k hlubší analýze finanční situace podniku. Obvykle se k tomuto používá čistý pracovní kapitál.

- Rentabilita obratu z hlediska ČPK = ČPK / roční tržby (%) (1.43)
- Podíl ČPK z majetku = ČPK / průměrná aktiva (%) (1.44)
- Rentabilita ČPK = zisk / ČPK (%) (1.45)
- Doba obratu ČPK = ČPK / denní tržby (d) (1.46)

Pokud se poměřuje a analyzuje postavení finančních toků ve finanční situaci podniku, konstruují se ukazatele na bázi cash flow. Nejčastěji se CF stanovuje jako rozdíl příjmů a výdajů souvisejících s běžnou hospodářskou činností podniku.

- **Rentabilita tržeb** = CF z provozní činnosti / roční tržby (%) (1.47)
 - vyjadřuje finanční výkonnost podniku,

- pokles hodnoty ukazatele značí zvýšený objem výnosů nebo snížení vnitřního finančního potenciálu podniku.
- **Úrokové krytí** = CF z provozní činnosti / placené úroky (krát) (1.48)
 - vyjadřuje krytí úroků pomocí cash flow.
- **Likvidita z CF** = CF z provozní činnosti / krátkodobé závazky (%) (1.49)

1.7.3.8 Vyhodnocení poměrových ukazatelů

Finanční analýza pracuje s rozsáhlým souborem poměrových ukazatelů, jejichž vyhodnocení spočívá v těchto základních přístupech: ¹¹

- Srovnání v čase
 - Soustřeďuje se na vyhodnocení vývojových trendů jak u jednotlivých ukazatelů, tak pro určité skupiny.
- Srovnání v prostoru
 - Jedná se o mezipodnikové srovnání, při kterém je důležité zajistit srovnatelnost subjektů.
- Srovnání se standardními hodnotami
 - Pomáhá nastavit podniku zrcadlo a porovnat jeho konkrétní situaci s žádoucím ideálem.

1.7.4 Syntetické pohledy na finanční zdraví podniku

Posuzujeme-li různé stránky finančního zdraví podniku, obvykle zjistíme, že podnik vykazuje v některých oblastech hodnoty lepší a v jiných hodnoty horší. Pro ocenění je však potřebné vyjádřit jednoznačný závěr o finanční situaci podniku. K tomu slouží různé modely, například Kralickův rychlý test, Tamariho model, Index bonity, Altmanovo Z-skóre, Indexy IN a další.

1.7.4.1 Index bonity

Index bonity (nazývaný též indikátor bonity) pracuje s 6 ukazateli, které zasazuje do rovnice:

$$Bi = 1,5 x_{i1} + 0,08 x_{i2} + 10 x_{i3} + 5 x_{i4} + 0,3 x_{i5} + 0,1 x_{i6} \quad (1.50)$$

Kde: x_1 = cash flow / cizí zdroje,

x_2 = celková aktiva / cizí zdroje,

¹¹ Dle Kislingerová, E. *Oceňování podniku*. 1999, s. 73

x_3 = zisk před zdaněním / celková aktiva,
 x_4 = zisk před zdaněním / celkové výkony,
 x_5 = zásoby / celkové výkony,
 x_6 = celkové výkony / celková aktiva.

Zdroj: Sedláček, J. *Finanční analýza podniku*. 2007, s. 109

Čím větší hodnotu B_i dostaneme, tím je finančně-ekonomická situace hodnocené firmy lepší.

1.7.4.2 Altmanova formule bankrotu (Z-skóre)

Vychází z diskriminační analýzy uskutečněné koncem 60. let a v 80. letech u několika desítek zbankrotovaných a nebankrotovaných firem. Z-skóre vyjadřuje finanční situaci firmy.

Pro firmy s veřejně obchodovatelnými akciemi se vyčíslí Z-skóre podle vztahu:

$$Z_i = 1,2 A + 1,4 B + 3,3 C + 0,6 D + 1,0 E \quad (1.51)$$

Kde: A = čistý provozní kapitál / celková aktiva,

B = nerozdělený zisk / celková aktiva,

C = zisk před zdaněním a úroky / celková aktiva,

D = tržní hodnota vlastního kapitálu / účetní hodnota celkových dluhů,

E = celkový obrát / celková aktiva.

Zdroj: Sedláček, J. *Finanční analýza podniku*. 2007, s. 110

Uspokojivou finanční situaci hodnocené firmy indikuje hodnota ukazatele větší než 2,99, vypočtená hodnota v intervalu 1,81 až 2,99 značí tzv. nevyhraněnou finanční situaci – šedou zónu, je-li hodnota menší než 1,81 signalizuje to velmi silné finanční problémy firmy.

Pro ostatní podniky se Z-skóre vypočítá podle upravené verze Altmanovy rovnice:

$$Z_i = 0,717 A + 0,847 B + 3,107 C + 0,420 D + 0,998 E \quad (1.52)$$

Kde: A, B, C, E jsou stejné jako v předchozím vztahu,

D = vlastní kapitál v účetní hodnotě / celkové dluhy.

Zdroj: Sedláček, J. *Finanční analýza podniku*. 2007, s. 110

Pokud je ukazatel vyšší než 2,9 můžeme předvídat uspokojivou finanční situaci, šedá zóna nevyhraněných výsledků se v tomto případě nachází v intervalu 1,2 až 2,9, pokud je Z-skóre nižší než 1,2 je firma ohrožena vážnými finančními problémy.

V podmínkách České republiky se vstupní data upravují:

A = čistý pracovní kapitál / celková aktiva,

B = (výsledek hospodaření běžného účetního období + výsledek hospodaření minulých let + fondy ze zisků) / celková aktiva,

C = (výsledek hospodaření za účetní období + daně z příjmů za běžnou a mimořádnou činnost + nákladové úroky) / celková aktiva,

D = základní kapitál / účetní hodnota celkových dluhů,

E = tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb / celková aktiva.

1.7.4.3 Indexy IN

Inka a Ivan Neumaierovi sestavili čtyři indexy, které umožňují posoudit finanční výkonnost a důvěryhodnost českých podniků. IN95 akcentuje hledisko věřitele, a proto byl označen jako index důvěryhodnosti nebo také věřitelský (bankrotní) index. IN99 zdůrazňuje pohled vlastníka a vyjadřuje kvalitu (bonitu) podniku z hlediska jeho finanční výkonnosti. Index IN01 je spojením indexů IN95 a IN99, spojuje pohled věřitele a pohled vlastníka. Aktualizací indexu IN01 podle tesů na datech průmyslových podniků z roku 2004 je index IN05.

$$IN05 = 0,13 A + 0,04 B + 3,97 C + 0,21 D + 0,09 E \quad (1.53)$$

Kde: A = aktiva / cizí kapitál,

B = EBIT / nákladové úroky,

C = EBIT / celková aktiva,

D = celkové výnosy / celková aktiva,

E = oběžná aktiva / krátkodobé závazky a úvěry.

Zdroj: Sedláček, J. *Finanční analýza podniku*. 2007, s. 112

Hodnota IN větší než 1,6 poukazuje na uspokojivou finanční situaci, interval 0,9 až 1,6 značí „šedou zónu“ nevyhraněných výsledků a pokud je hodnota indexu nižší než 0,9 je firma ohrožena vážnými finančními problémy.

1.8 Faktor času a rizika při oceňování

Tyto faktory se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry. Diskontní míra je míra výnosnosti užívaná pro přepočet peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky. Je to míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

Pro jednotlivé majetkové položky i pro podnik jako celek platí, že hodnota aktiva se vymezuje jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Pro všechny budoucí příjmy je rozhodující okamžik, ve kterém je držitel aktiva získá, jde o tzv. časovou hodnotu peněz: Příjem získaný dříve má větší význam, než příjem získaný později, protože jeho příjemce může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. Z tohoto tvrzení vyplývá nutnost zjistit současnou hodnotu budoucích příjmů, tedy všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění.

Pro výpočet současné hodnoty (SH) určité částky se při oceňování nejčastěji používá tzv. odúročitel, jímž se částka vynásobí.

$$\text{SH jednotlivé částky} = \text{částka} * \frac{1}{(1+i)^n} \quad (1.54)$$

n = počet let, i = diskontní míra

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007, s. 40

Rozhodující je také pravděpodobnost, s jakou částky nastanou. Jsou-li očekávané příjmy poměrně jisté, je hodnota aktiva vyšší, a naopak při vyšším riziku je hodnota nižší. Riziko lze vymezit jako důsledek nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti a je tím větší, čím více se může skutečný výsledek lišit od očekávaného, a to jak v kladném, tak i v záporném směru.

Riziko členíme na obchodní a finanční. Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů, kterou způsobuje prodejní riziko (variabilita čistých tržeb) a provozní riziko (podíl fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech). Finanční riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů, bývá ztotožněno s proměnlivostí celkových výsledků hospodaření, kterou způsobuje placení fixních nákladových úroků.

Členění rizika na systematické a nesystematické se vyskytuje ve vazbě k investicím na kapitálovém trhu. Investice do portfolia cenných papírů jsou méně rizikové než investice do jednotlivého cenného papíru. Riziko portfolia je tím nižší, čím více je diverzifikované portfolio a čím více je výnosnost jednotlivých cenných papírů negativně korelována. Systematické neboli tržní riziko je vyvoláno faktory, které působí na všechny cenné papíry a ovlivňují celý kapitálový trh, proto jej nelze diverzifikací zcela vyloučit. Nesystematické riziko (specifické, jedinečné) lze potlačit vytvářením portfolia. Příčiny tohoto rizika jsou spojeny s jednotlivými podniky.

2. Charakteristika podniku

2.1 Údaje o společnosti

Obchodní firma: ELKO EP, s. r. o.

Právní forma: společnost s ručením omezeným

Sídlo: Holešov, Všetuly, Palackého 493, PSČ 76901

Datum zápisu do OR: 10. listopadu 1997

Předmět podnikání:

- výroba, instalace a opravy elektronických zařízení (v rozsahu platného oprávnění),
- nákup zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej (v rozsahu volné živnosti),
- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd,
- montáž, údržba a servis telekomunikačních zařízení.

Společnost ELKO EP, s. r. o. se specializuje na vývoj a výrobu elektronických modulových přístrojů. Nabízí široké portfolio více než 400 typů produktů pro moderní řešení elektroinstalace v oblasti domovních i průmyslových aplikací. Cílem společnosti je přinést uživateli komfort, bezpečí a úspory elektrické energie za příznivou cenu. Zároveň je schopna vyhovět individuálním požadavkům zákazníků na vývoj produktu.

2.1.1 Vývoj společnosti

Kořeny společnosti sahají až do roku 1993, kdy majitel založil malou rodinnou firmu, jejímž prvním výrobkem byl spínací výkonový blok pro elektrická vytápění. Během dalších let podnik vyvíjel a vyráběl první modulové přístroje a budoval prodejní síť. V roce 1997 byla založena společnost ELKO EP, s. r. o., jejíž dynamický rozvoj v oblasti technologií výroby v roce 1999 vyústil na veletrhu Elektrotechnika 99 – Ostrava v ocenění „Zlatý výrobek“ pro Super-multifunkční relé SMR. Během let 2000 až 2001 došlo k prvnímu prodeji do zahraničí a výrobě ucelené řady časových relé. V roce 2002 byla založena první dceřiná společnost ELKO EP Slovakia, vývoz tvořil více než polovinu obrátu společnosti. V desátém roku své existence (v roce 2003) společnost rozšířila sortiment o ucelenou řadu hlídacích relé. Jednatel společnosti se stal v roce 2004 držitelem ocenění Technologický podnikatel roku, kterou každoročně poradenská společnost Ernst & Young oceňuje podnikatele, kteří odkázali integrovat moderní technologie do firemních procesů tak, aby zvyšovaly efektivitu práce a celkovou úspěšnost firmy. Následující rok byl pro ELKO EP, s. r. o. významný především

z hlediska změny sídla a přenesení výroby a administrativy do zcela nových moderních prostor (obr. 2.1). Také byly založeny dceřiné společnosti ELKO EP Poland a ELKO EP Hungary. V roce 2006 byla na trh uvedena nová řada produktů – inteligentní a komfortní elektroinstalace INELS. V tomtéž roce byla firma v Paříži v celosvětové soutěži Deloitte Technology Fast 500 EMEA zařazena mezi 500 nejrychleji rostoucích firem. V Deloitte Technology Fast 50 Central Europe obsadila 27. místo, z českých společností se umístila jako 10. nejlepší. O rok později byla rozšířena INELS 1. generace o INELS 2. generace a založeny další dceřiné společnosti – ELKO EP Russia a ELKO EP Romania. Ani v roce 2008 společnost nezhálela a na trh uvedla novou produktovou řadu RF Control – systém bezdrátového ovládání. V současnosti zaměstnává okolo 160 zaměstnanců a stále se rozvíjí. Vlastní vývojové a výzkumné centrum, které přímo navazuje na výrobu. Pravidelně se účastní výstav v České republice, Německu, Polsku, na Slovensku i v Rusku. Kromě rozsáhlé prodejní sítě v tuzemsku exportuje do více než 50 zemí světa, přičemž export tvoří 65 % obrátu firmy.

Obr. 2.1 Areál společnosti ELKO EP, s. r. o.



Zdroj: Prezentace firmy ELKO EP (dostupné z www.elkoep.cz, cit. 2. 4. 2008)

2.1.2 Certifikace

Společnost ELKO EP, s. r. o. má vybudovaný a certifikovaný systém řízení jakosti dle ISO 9001 a systém řízení environmentálního managementu dle ISO 14001, přičemž v roce 2006 provedla recertifikační audit u obou těchto systémů řízení. Veškeré výrobky splňují požadavky evropských standardů a nesou značku Česká kvalita, stěžejní výrobky navíc mají

certifikáty CCA, UL a Gost. Ve vlastní zkušebně provádí společnost dlouhodobé zátěžové testy a u kritických parametrů se snaží dosáhnout vyšších hodnot tak, aby výrobky byly imunní vůči nestandardním jevům v síti a nesprávné instalaci.

ISO 9001 – záruka spokojenosti zákazníků

Certifikace systému řízení jakosti dle norem ISO 9001:2001 s nadstavbou CQS a mezinárodní platností v síti IQ-NET zaručuje zákazníkům trvalou kvalitu a jakost výroby.

ISO 14001 – ochrana životního prostředí

Od března roku 2003 je společnost držitelem certifikátu IQ NET ISO 14001 na systém environmentálního managementu. Integrovaný systém dle norem ČSN EN ISO 14001 – EMS.

Stříbrný certifikát

Pro vývoj a výrobu elektronických přístrojů obdržela v dubnu 2003 společnost certifikát pro integrovaný systém řízení v souladu s požadavky QMS, EMS.

2.1.3 Produkty

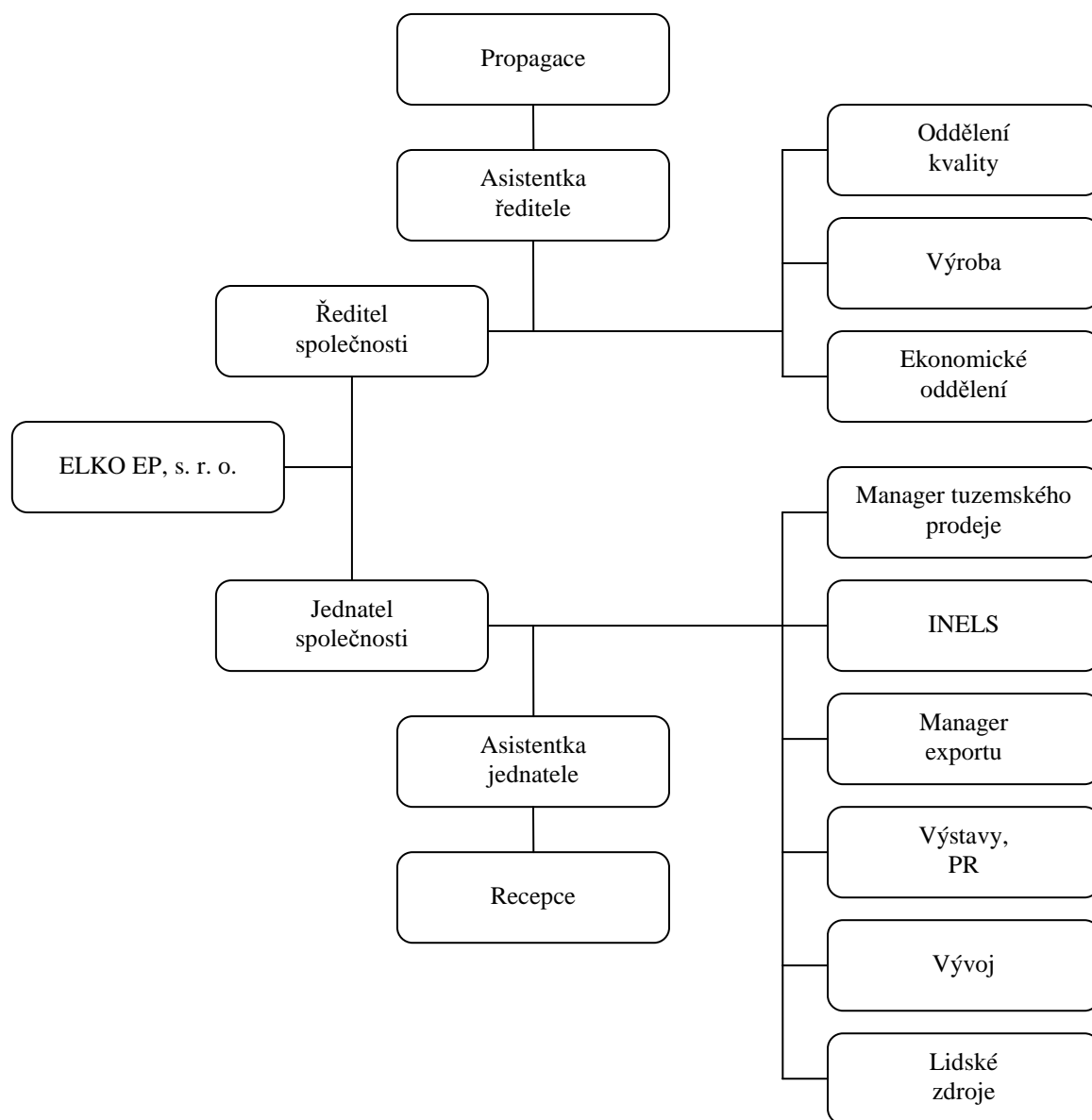
Elektronické přístroje mají největší podíl na celkovém prodeji. Slouží k rozšíření základní elektroinstalace o možnosti a funkce, které přináší uživateli vyšší užitek a komfort. Již od počátku existence společnosti je výrobní program zaměřen na různé typy **časových relé** – od jednofunkčních, multifunkčních až po speciální časová relé vyplývající z požadavků trhu (např. schodišťové automaty, impulsní relé, spínací hodiny, pomocná relé nebo napájecí zdroje). Výrobní program v roce 2002 doplnilo **hlídací relé** pro kontrolu proudu, napětí, teploty a hladiny, přičemž produkty této skupiny se nadále inovují a vyvíjí.

Na základě požadavků zákazníků ovládat vše pomocí komunikace jediného systému uvedla společnost v roce 2006 na trh sběrníkový systém **Inteligentní a komfortní elektroinstalace INELS**, jenž řídí provoz domu od regulace vytápění a klimatizace, ovládání osvětlení, rolet a jiných spotřebičů až po zabezpečení domu a ochranu majetku. Ucelenou nabídku komplexního řešení aplikací dotváří produktová řada **Instalační přístroje pro jištění a spínání** a designová řada **Domovní spínače a zásuvky Elegant**.

Novinkou je systém bezdrátového ovládání **RF Control**, který lze integrovat do existující elektroinstalace a tak ji rychle a efektivně bez velkých zásahů či bourání zmodernizovat.

2.1.4 Organizační struktura

Obr. 2.2 Organizační struktura společnosti ELKO EP, s. r. o.



Zdroj: O firmě (dostupné z www.elkoep.cz, cit. 2. 4. 2008)

2.2 Strategická analýza

2.2.1 Základní charakteristika makroekonomického prostředí ¹²

Každý podnikatelský subjekt je ovlivňován svým makroekonomickým prostředím. Z tohoto důvodu je třeba pro posouzení budoucího vývoje podniku sledovat vývoj alespoň některých ze základních makroekonomických ukazatelů.

Tab. 2.1 Hlavní makroekonomické indikátory

Ukazatel		2004	2005	2006	2007	2008	2009
					Odhad	Aktuální predikce	
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	4,5	6,4	6,4	6,1	4,7	5,1
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	2,9	2,3	5,5	5,7	3,6	4,6
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s.c.</i>	-3,5	2,2	0,0	0,1	-0,4	-0,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	3,9	2,3	5,5	5,7	8,0	7,8
Příspěvek ZO k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,3	4,8	0,9	0,8	0,5	1,0
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	4,5	-0,2	1,7	3,4	3,5	2,3
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	2,8	1,9	2,5	2,8	5,5	2,3
Zaměstnanost	<i>růst v %</i>	-0,6	1,2	1,3	1,9	1,6	0,8
Míra nezaměstnanosti	<i>průměr v %</i>	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	4,1
Objem mezd a platů	<i>růst v %, b.c.</i>	6,3	6,8	7,8	9,3	9,0	7,5
Podíl BÚ na HDP	<i>%</i>	-5,2	-1,6	-3,1	-3,5	-3,5	-2,1
<i>Předpoklady:</i>							
Směnný kurz CZK/EUR		31,9	29,8	28,3	27,8	26,5	26,1
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	4,8	3,5	3,8	4,3	4,6	4,6
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	38,3	54,4	65,4	72,7	88,5	88,5
HDP eurozóny (EA-12)	<i>růst v %, s.c.</i>	2,0	1,5	2,8	2,6	2,2	2,2

Zdroj: *Komentář k makroekonomické predikci* (dostupné z www.mfcr.cz, cit. 1. 4. 2008)

2.2.1.1 Základní tendence české ekonomiky

V roce 2007 došlo k mírně rychlejšímu růstu HDP než v roce 2006 a výrazně se zrychlil růst hrubého domácího důchodu. K vyššímu reálnímu růstu HDD než HDP vedla pozitivní hodnota směnných relací. Díky tomuto se posílila mezinárodní ekonomická pozice České republiky a zmírnily se některé národohospodářské nerovnováhy. Rostla produktivita práce i zaměstnanost, jejíž úroveň zaznamenala maximum za posledních 11 let. V důsledku toho plynule klesala nezaměstnanost. Průmysl si zachoval vysokou dynamiku, a to i navzdory tomu, že se jeho růst v průběhu roku zpomaloval. Vývoj stavebnictví v průběhu roku kolísal více než v roce 2006, přesto stavebnictví svou výkonnost zvýšilo. Neopomenutelným

¹² Zpracováno dle: *Vývoj české ekonomiky v roce 2007* (dostupné z www.czso.cz, cit. 17. 3. 2008)

ukazatelem je inflace, která v závěru roku vzrostla. Ovlivněna byla vzestupem cen potravin a energií doprovázeným růstem daní a nájemného.

2.2.1.2 Hrubý domácí produkt

Vývoj národního hospodářství České republiky v roce 2007 byl charakteristický značnými strukturálními změnami – věcnými na nabídkové a poptávkové straně a časovými v průběhu roku. Roku 2007 předcházela silný ekonomický růst ve dvou po sobě jdoucích letech, kdy objem HDP se v roce 2006 proti roku 2004 zvýšil o 13,2 % (každoročně o 6,4 %). HDP v roce 2007 dosáhl hodnoty 3 557,7 mld. Kč a bylo meziročně vyšší o 326,1 mld. Kč, tj. o 10,1 %. Na celkové hodnotě se snížil podíl výdajů na konečnou spotřebu, zejména spotřebitelské výdaje domácností. Značně se však zvýšil podíl aktivního salda zahraničního obchodu.

HDP se zvýšil reálně o 6,5 %, přičemž 2,9 p. b. se podílel přírůstek výdajů na konečnou spotřebu. Spotřebitelské výdaje domácností (které se zvýšily o 5,7 %) přispěly k růstu 2,7 p. b., výdaje vládních institucí měly na tento růst nepatrný vliv, výdaje na tvorbu hrubého kapitálu přispěly ke zvýšení HDP 2,5 p. b. a čistý vývoz jej zvýšil o 1,1 p. b.

2.2.1.3 Výkonnost základních odvětví

Ekonomický výkon průmyslu v roce 2007 meziročně vzrostl o 8,2 %. Oproti tempu růstu v roce 2006 se snížil o 3,0 p. b. Na průmyslovém růstu měl v roce 2007 nejvyšší podíl zpracovatelský průmysl, který vzrostl o 8,9 %, těžba nerostných surovin poklesla o 0,7 % a výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody se zvýšila o 1,6 %. Nejvýznamněji se na celkovém růstu průmyslové výroby podílela výroba dopravních prostředků a zařízení (2,8 p. b.), která meziročně vzrostla o 13,9 %. Dále výroba elektrických a optických přístrojů a zařízení (2,3 p. b.).

Během roku 2007 došlo k silnému růstu tržeb v průmyslu, na kterém se opět nejvíce podílely výroba dopravních prostředků a zařízení, výroba elektrických a optických přístrojů a také výroba a opravy strojů a zařízení. Naopak nejvíce poklesly tržby v odvětví těžba ostatních nerostných surovin. O 1,9 % se v roce 2007 zvýšila zaměstnanost. Průměrná měsíční nominální mzda byla 21 051 Kč, meziročně se zvýšila o 7,4 % (po očištění vlivu inflace to bylo reálně o 4,5 %).

Stavební výroba v roce 2007 vzrostla meziročně ve stálých cenách o 6,7 %, v běžných cenách o 10,3 %. Průměrný evidenční počet zaměstnanců u stavebních podniků s více než 20 zaměstnanci klesl o 1,5 %. Průměrná měsíční nominální mzda vzrostla o 7,9 % na 21 914 Kč, reálně (očistěná o vliv inflace) vzrostla o 5,0 %.

Dynamika růstu tržeb ve službách vzrostla. Tržby ve stálých cenách se o 9,6 % zvýšily v motoristickém segmentu, o 6,8 % v maloobchodu bez motoristického segmentu. Největšího růstu za posledních 7 let dosáhly tržby v dopravě (nárůst o 7,9 %) a ve spojích (o 5,2 %).

2.2.1.4 Vnější ekonomické vztahy

Vnější rovnováhu české ekonomiky zlepšil silný ekonomický růst. Běžný účet platební bilance skončil deficitem 89 mld. Kč, což představovalo 2,5 % nominálního HDP. Tento deficit však byl dostatečně pokryt stamiliardovým přebytkem finančního účtu (přesněji 104,5 mld. Kč). Příliv zahraničních investic v roce 2007 činil 185,3 mld. Kč. Umístění aktiv českých rezidentů na zahraničních trzích znamenalo odliv peněz ze země a deficit 53,2 mld. Kč. Deficit portfoliových investic o 26 mld. Kč prohloubili rezidenti svými obchody hlavně s majetkovými cennými papíry.

Zahraniční obchod zbožím a službami skončil přebytkem ve výši 172,9 mld. Kč, což je 4,9 % HDP v běžných cenách. České firmy vyvezly o 328 mld. Kč meziročně více (přírůstek o 15,3 %), dovoz stoupl o 275 mld. Kč (o 13,2 % více). Docílený přebytek ovlivnily pozitivně směnné relace. Na 55,4 mld. Kč se zvětšil převis vývozu služeb nad jejich dovozem. Na deficitu bilance výnosů (250 mld. Kč) se podílely dividendy vyplacené zahraničním vlastníkům firem v České republice a peníze vyplacené ve formě mezd zahraničním pracovníkům.

2.2.1.5 Ceny

Průměrná meziroční míra inflace v roce 2007 dosáhla 2,8 %, což byla o 0,3 p. b. vyšší hodnota než v roce 2006. Od začátku roku měla míra inflace mírně vzestupnou tendenci, k jejímu výraznému zvýšení však došlo až ve 4. čtvrtletí (spotřebitelské ceny vzrostly o 4,8 %). Přispěly k tomu především ceny potravin a pohonných hmot. Na růstu inflace se podílely jak vnitřní proinflačně působící podmínky (růst jednotkových mzdových nákladů a spotřebitelské poptávky, tak především vnější podmínky (růst světových cen energií a potravin). V mezinárodním porovnání pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen byla

průměrná meziroční míra inflace v České republice 3,0 % (v prosinci dosáhla dokonce 5,5 %, což v porovnání s 3,2 % – průměrem zemí EU 27, byla hodnota výrazně nadprůměrná).

Růst cen průmyslových výrobců pokračoval, především ve 4. čtvrtletí meziročně vzrostly o 5 % a dosáhly nejvyšší dynamiky v posledních třech letech. Přispěl k tomu zejména obnovený meziroční růst dovozních cen ropy. Zvýšily se ceny výrobků rafinérských i zemědělsko-potravinářských. Ceny zemědělských výrobců ve 4. čtvrtletí dynamicky vzrostly. Podílely se na tom ceny rostlinných výrobků (především ceny obilovin, které vzrostly o 70 %) i ceny živočišných výrobků (růst u většiny výrobků převýšil 20 %). Výrazný vzestup cen zemědělských výrobků spočívá v růstu poptávky po potravinách ve světě a neúroda spjatá s výpadky rostlinné produkce u hlavních světových exportérů.

2.2.1.6 Trh práce

Příznivý vývoj na trhu práce v roce 2007 pokračoval. Zaměstnanost (podle výsledků VŠPS¹³) rostla třetí rok po sobě a zaznamenala maximum za posledních 11 let. V roce 2007 se zvýšila o 1,9 %. Míra celkové zaměstnanosti ve skupině 15-64letých dosáhla 66,5 %, převýšila tak průměr EU 27, avšak nedosáhla úrovně EU 15. Z celkového přírůstku 93,9 tisíc zaměstnaných představují 90,2 tis. osob absolventi středních a vysokých škol. Růst celkové zaměstnanosti se projevil v sekundárním sektoru (především zpracovatelském průmyslu) i v terciárním sektoru (především v odvětvích nemovitostí, pronájmu a podnikatelských činností, finančního zprostředkování a dopravy).

Počet nezaměstnaných v roce 2007 byl nejnižší od roku 1997 – dosáhl 276,3 tis. osob. Snížení míry nezaměstnanosti se projevilo ve všech krajích, nejvíce však v oblastech s přetrvávající vysokou nebo nadprůměrnou mírou nezaměstnanosti.

Průměrná hrubá měsíční nominální mzda v roce 2007 dosáhla 21 692 Kč, oproti roku 2006 vzrostla o 7,3 %, přičemž tento růst byl o 0,9 p. b. vyšší než růst v roce 2006. Při růstu spotřebitelských cen o 2,8 % vzrostla mzda reálně pouze o 1,9 %. Nejrychleji rostla mzda v odvětvích, kde jsou nejnižší mzdy. V zemědělství o 10,2 % a v odvětví ubytování a stravování o 10,5 %.

¹³ VŠPS – Výběrové šetření pracovních sil

2.2.1.7 Měnový vývoj

Peněžní zásoba koncem roku 2007 stoupla na 2 478,3 mld. Kč. Proti stavu z konce roku 2006 vzrostla o 13,2 %. Tento silný meziroční růst souvisí s vrcholící ekonomickou konjunkturou. Vyššího tempa růstu peněz dosahovala ekonomika ČR naposledy v roce 1995, kdy silný příliv peněz ze zahraničí nutil centrální banku sterilizovat měnu.

Úvěry stouply meziročně o 19,6 %. Čistý úvěr vládě vč. cenných papírů klesl meziročně o 47,1 %, dluhy firem a domácností se v úhrnu zvýšily o 26,6 %. Dluhy českých domácností byly koncem roku 2007 o 34,3 % vyšší než ve stejném období roku 2006, úvěry firem stouply o 157 mld. Kč.

Proporce mezi objemem úvěrů poskytovaných domácnostem na bydlení a objemem jejich spotřebitelských úvěrů se dále zvětšila ve prospěch úvěrů na bydlení, které již přesáhly půl bilionu korun. Rychleji než úvěry ze stavebního spoření rostly hypoteční úvěry, které se zvýšily o 40 % na 334 mld. Kč. Na celkovém objemu úvěrů poskytnutých domácnostem se úvěry na bydlení podílejí z 71 % (v roce 2006 to bylo 69 %).

Největší meziroční růst od roku 2001 dosáhly vklady domácností u obchodních bank (o 10,6 %). Vládní instituce u obchodních bank redukovaly svou zadluženost a také významně zvýšily své vklady (o 35 %). Vklady nefinančních podniků se zvýšily o 20,8 %. Depozita domácností stouply o 118 mld. Kč, firemní vklady o 84 mld. Kč a vklady vládních institucí o 53 mld. Kč. Růst depozit ovlivnily zvyšující se úrokové míry. Z 1,41 % na 1,77 % vzrostly sazby z nově uložených peněz firem, z 0,99 % na 1,21 % z nově uložených peněz domácností. Zvýšily se také úrokové sazby z úvěrů. Díky tomuto marže bank v nových obchodech s domácnostmi posílily, avšak v obchodech s firmami oslabily.

2.2.1.8 Státní rozpočet

Stát v roce 2007 hospodařil lépe než předpokládal návrh rozpočtu. Výdaje převýšily příjmy o 66,4 mld. Kč. (předpokládaný deficit byl 91,3 mld. Kč). Ve srovnání s rokem 2006 rostly příjmy rychleji než výdaje (příjmy o 11,1 % a výdaje o 7 %). Schodek hospodaření státu dosáhl 1,9 % HDP.

Stát získal z daní z příjmů meziročně o 30 mld. Kč více, přičemž výběr daní od právnických osob byl proti roku 2006 vyšší o více než pětinu a daně z příjmů fyzických osob

vzrostly o 11,4 %. Příjmy z DPH a spotřebních daní stouply o 32 mld. Kč. Tempo růstu pojistného na sociálním zabezpečení a pojistného na důchodu bylo totožné, a to 10 %, čímž pojistné přispělo do státního rozpočtu o 33,5 mld. Kč více než v roce 2006.

Na 7 % zvolnily meziroční tempo růstu výdaje (roce 2006 to bylo 10,6 %). Výdaje na důchody rostly nižším tempem (růst 6,2 % proti 10,3 % v roce 2006), výdaje na sociální dávky se zvýšily rychleji (9,2 %, což je nárůst o 0,5 p. b.). Deficit státních financí se v roce 2007 zlepšil, přesto jejich schodek neklesá, ale kolísá.

2.2.2 Základní charakteristika odvětví¹⁴

2.2.2.1 Průmysl

Za 1. až 3. čtvrtletí roku 2007 plnil průmysl úlohu hlavního zdroje růstu na nabídkové straně ekonomiky. V průběhu roku docházelo k mírnému zpomalování tempa jeho vývoje, avšak celkově se jeho výkonnost zvýšila o 8,9 %. Růst značně ovlivňovaly podniky pod zahraniční kontrolou, které mají podíl 60,6 % na celkových tržbách průmyslu a jejichž produkce je orientována především na vývoz. Zvýšení průmyslové produkce mají na svědomí především nové výrobní kapacity v automobilovém, elektronickém a počítačovém průmyslu. Rychle se také rozvíjel gumárenský a plastikářský průmysl (jako významný subdodavatel automobilového průmyslu), energetické strojírenství (v důsledku zvýšené poptávky) a výroba ostatních nekovových minerálních výrobků (v souvislosti s růstem stavebnictví).

Celkově se tržby průmyslových podniků (ve stálých cenách) zvýšily o 10,2 % a vzrostly o 1,3 p. b. více než průmyslová produkce. Toto svědčí o schopnosti podniků realizovat svou produkci. Na celkových tržbách se tržby z přímého vývozu podílely z 56,4 %. Rozhodující úlohu na celkových tržbách průmyslu měl zpracovatelský průmysl, jehož podíl dosáhl 92,9 % (meziročně se zvýšil o 0,6 p. b.). Podíl energetické sekce klesl na 5,2 % a surovinové sekce na 1,9 %. V rámci zpracovatelského průmyslu pokračovaly strukturální změny, které se projevovaly růstem technologicky náročnějších odvětví s nižší energetickou spotřebou. Podle institucionálních sektorů si mezi průmyslovými podniky dlouhodobě udržují vysokou výkonnost soukromé podniky pod zahraniční kontrolou. Růstem jejich tržeb (ve s. c.) o 13,7 % zvýšily svůj podíl na celkových tržbách o 1,9 p. b. na 60,6 %. Na úkor tohoto růstu poklesl podíl podniků soukromých národních o stejnou hodnotu na 34,4 %.

¹⁴ Zpracováno dle: Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za 1. – 3. čtvrtletí 2007 (dostupné z www.mpo.cz, cit. 19. 3. 2008)

Zaměstnanost v průmyslu se zvýšila o 2,2 % (o 24,9 tis. zaměstnanců). Nejvíce ve zpracovatelském průmyslu, a to o 2,5 % (růst o 26,3 tis. zaměstnanců). Produktivita práce v průmyslu zaznamenala růst o 7,1 %, zároveň o 0,6 % vzrostly nominální mzdové náklady a o 3,1 % se snížily reálné mzdové náklady.

Hrubé hmotné investice v průmyslu za 1. až 3. čtvrtletí 2007 meziročně vzrostly o 6,5 %. Nejvíce vzrostly investice do budov a staveb (růst o 5,7 %), největší podíl na celkových investicích měly investice do strojů a zařízení (podíl 63,9 %). Ve zpracovatelském průmyslu došlo k meziročnímu nárůstu investic o 9,8 %. V odvětví výroby chemických látek, přípravků a vláken vzrostly investice nejvíce (o 46,6 %). Vysoký růst byl i ve výrobě ostatních nekovových minerálních výrobků (o 43,4 %), ve výrobě a opravách strojů a zařízení jinde neuvedených (o 37,2 %) a elektrických a optických přístrojů a zařízení (o 22,2 %).

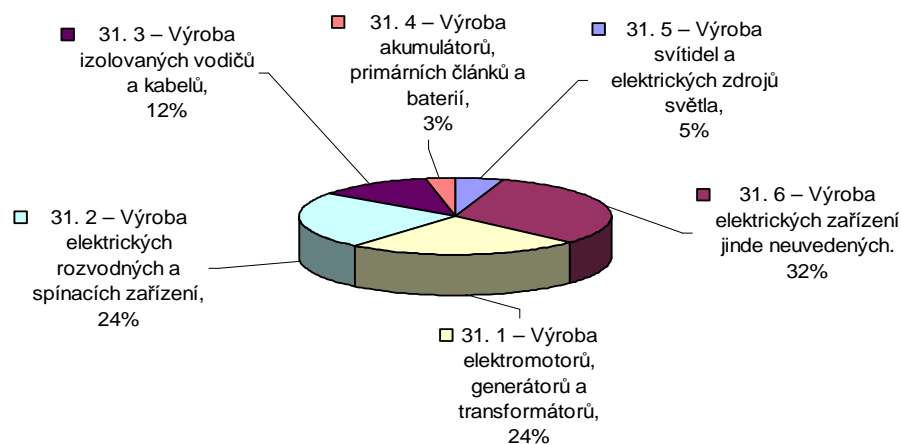
2.2.2.2 Výroba elektrických strojů a zařízení

Odvětví výroba elektrických strojů a zařízení (OKEČ 31) je charakteristické velkou diverzifikací a širokou sortimentní nabídkou výrobků. Dle OKEČ je toto odvětví rozděleno na následující obory:

- 31. 1 – Výroba elektromotorů, generátorů a transformátorů,
- 31. 2 – Výroba elektrických rozvodných a spínacích zařízení,
- 31. 3 – Výroba izolovaných vodičů a kabelů,
- 31. 4 – Výroba akumulátorů, primárních článků a baterií,
- 31. 5 – Výroba svítidel a elektrických zdrojů světla,
- 31. 6 – Výroba elektrických zařízení jinde neuvedených.

Podíl jednotlivých oborů na tržbách odvětví 31 za prodej vlastních výrobků a služeb v roce 2006 je zobrazen v grafu 2.1.

Graf 2.1 Podíl oborů na tržbách odvětví 31



Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR za rok 2006 (dostupné z www.mpo.cz, cit. 29. 3. 2008)

Výrobky a zařízení mají pro odvětví charakteristický doplňující a kompletační charakter, díky čemuž je celé odvětví nezbytnou součástí zpracovatelského průmyslu České republiky. Výrobky jsou určeny především k využití ve zpracovatelském průmyslu, ve výrobě a rozvodu elektrické energie, stavebnictví, dopravě i ve spotřebitelské sféře.

Pozice odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu

Podíl tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb odvětví 31 v letech 2000 až 2006 kolísal. V roce 2002 byl podíl nejnižší (5,8 %), v roce 2004 největší (dosáhl 6,4 %). Z hlediska podílu na tržbách celého zpracovatelského průmyslu je odvětví na sedmém místě. Sedmiprocentní podíl z hlediska přidané hodnoty z výroby řadí odvětví 31 v rámci zpracovatelského průmyslu na šesté místo. Podíl počtu pracovníků na zpracovatelském průmyslu je 8,1 % a řadí se na 4. místo.

Hlavní ekonomické ukazatele

Cenový vývoj

Cenové indexy v letech 2000 až 2006 vykazují celkově jen malý vzestup. U většiny oborů se příliš nemění, trvalý růst cen je pouze u oboru 31. 2 – výroba elektrických rozvodných a spínacích zařízení.

Tab. 2.2 Vývoj cenových indexů výrobků v letech 2000 až 2006 (v %)

OKEČ	meziroční index					
	2000-2001	2001-2002	2002-2003	2003-2004	2004-2005	2005-2006
31	101,2	99,6	98,5	100,6	102,2	104,2
31. 1	101,2	103,5	99,6	99,8	104,2	104,2
31. 2	103,4	101,0	100,5	100,8	101,4	100,4
31. 3	96,9	92,3	96,4	106,6	109,3	131,3
31. 4	101,6	109,0	77,9	103,8	106,7	109,3
31. 5	97,8	99,2	100,8	97,9	102,2	99,1
31. 6	99,9	97,1	97,4	98,3	99,5	99,5

Zdroj: *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR za rok 2006* (dostupné z www.mpo.cz, cit. 29. 3. 2008)

Základní produkční charakteristiky

Tržby za výrobky a služby (v běžných cenách) celého odvětví od roku 2000 do 2006 významně vzrostly, přičemž v absolutním vyjádření to bylo nejvíce v oboru 31. 6 – výroba elektrických zařízení jinde neuvedených (o 20,6 mld. Kč) a nejrychlejšího růstu dosáhl obor 31. 5 – výroba svítidel a elektrických zdrojů světla (o 127 %). Druhým nejdynamičtěji

rostoucím oborem byl s růstem o 68 % již zmiňovaný obor 31. 6 – výroba elektrických zařízení jinde neuvedených. O 65 % stouply tržby v oboru 31. 4 – výroba akumulátorů, primárních článků a baterií a o 46 % v oboru 31. 2 – výroba elektrických rozvodných a spínacích zařízení.

Nejvyšší nárůst účetní přidané hodnoty v b.c. v porovnání let 2000 a 2006 byl u oboru 31. 5. Tento nárůst činil 159 %. Tradiční růstový obor 31. 6 zvýšil přidanou hodnotu o 51,8 %. Vývoj celkových nákladů vykazuje růstový trend. V rámci osobních nákladů nejvíce meziročně stouply osobní náklady u oboru 31.1 – Výroba elektromotorů, generátorů a transformátorů.

Vývoj výše zmíněných ukazatelů v odvětví OKEČ 31 – Výroba elektrických strojů a zařízení a v odvětví OKEČ 31.2 – Výroba elektrických rozvodných a spínacích zařízení je uveden v tabulce 2.3.

Tab. 2.3 Vývoj vybraných ukazatelů v odvětví OKEČ 31 a 31.2 (v mil. Kč)

Ukazatel	Odvětví	2002	2003	2004	2005	2006
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	OKEČ 31	117 203,3	126 159,1	153 914,9	161 525,8	186 194,8
	OKEČ 31.2	28 581,0	32 385,0	39 505,4	39 263,8	44 167,4
Účetní přidaná hodnota	OKEČ 31	37 605,4	41 040,9	45 099,3	46 895,8	51 667,4
	OKEČ 31.2	9 164,4	10 291,6	11 288,8	11 349,8	13 251,8
Náklady celkem	OKEČ 31	138 367,8	148 018,7	178 092,9	181 570,3	210 501,9
	OKEČ 31.2	34 546,3	36 892,3	43 977,2	45 460,5	55 139,0
Osobní náklady	OKEČ 31	22 761,1	23 912,7	26 513,7	28 444,9	31 231,6
	OKEČ 31.2	6 114,2	6 484,7	7 006,7	7 552,5	8 578,1

Zdroj: *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2006* (dostupné z www.mpo.cz, cit. 29. 3. 2008)

Shrnutí a perspektivy odvětví

I v následujících letech lze u odvětví elektrických strojů a přístrojů předpokládat stále větší vliv na vývoj naší ekonomiky. Pokračující integrace do mezinárodních struktur a mobilizace vnitřních zdrojů a prostředků bude zaměřena především na ekonomicky náročný vývoj nových výrobků s cílem jejich hromadné nebo sériové výroby a tím snížení výrobních nákladů. V České republice se budují volné sdružení podniků s výzkumnými pracovišti nebo vysokými školami, tzv. klastry. Cílem je usnadnění a urychlení vývojových cyklů. Díky spojení s praxí mohou školy přizpůsobovat části svých programů potřebám podniků.

Inovační výrobní cykly se neustále zkracují, a proto musí výrobci trvale racionalizovat výrobní procesy a snižovat výrobní náklady. To je vede k zájmu o různé podpory, programy na podporu zaměstnanosti, technologických center a podobně.

2.3 Finanční analýza

Smyslem finanční analýzy je poskytnout informace o finančním zdraví, informace o stávající finanční situaci podniku a o jejím vývoji. Jako základní vstup pro zpracování finanční analýzy byly využity informace z účetních závěrek firmy z let 2002 až 2006.

2.3.1 Analýza rozvahy

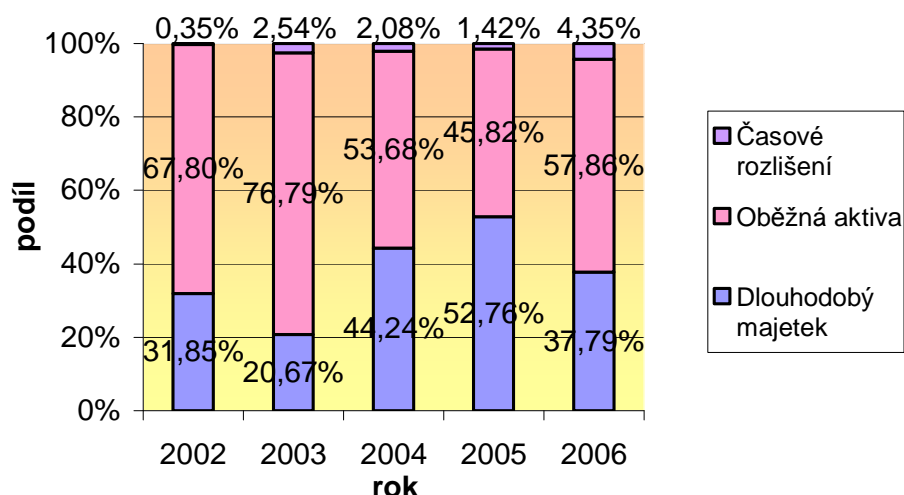
2.3.1.1 Vertikální analýza rozvahy

Pomocí vertikální analýzy rozvahy se posuzuje struktura aktiv a pasiv za jednotlivá léta. Z vertikální analýzy aktiv vyplývá, že k 1. lednu 2007 je poměr dlouhodobého a oběžného majetku přibližně 2:3. Tento poměr během analyzovaných let značně kolísal. Oproti předchozímu roku firma zvýšila podíl oběžných aktiv na celkových aktivech (ze 46 na 58 %), a to na úkor stálých aktiv, která klesla z 53 na 38 %. Důvod spočívá v absolutním zvýšení zásob (především materiálu a zboží) a krátkodobých pohledávek, přičemž zvýšení těchto krátkodobých pohledávek zapříčinil vznik daňové pohledávky vůči státu. Zvýšený stav materiálu a zboží lze přisoudit větší poptávce, o čemž také svědčí zvyšující se tržby za prodej zboží (dle výkazu zisku a ztráty).

Tab. 2.4 Struktura aktiv v letech 2002 až 2006

Položka aktiv	2002	2003	2004	2005	2006
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	31,85%	20,67%	44,24%	52,76%	37,79%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	1,43%	1,32%	0,36%
Dlouhodobý hmotný majetek	31,85%	20,67%	42,81%	51,44%	37,43%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	67,80%	76,79%	53,68%	45,82%	57,86%
Zásoby	29,83%	19,76%	28,70%	19,55%	22,57%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,53%
Krátkodobé pohledávky	31,52%	39,16%	19,84%	21,61%	31,00%
Krátkodobý finanční majetek	6,45%	17,87%	5,14%	4,65%	2,76%
Časové rozlišení	0,35%	2,54%	2,08%	1,42%	4,35%

Graf 2.2 Vývoj struktury aktiv v letech 2002 až 2006



Struktura pasiv ukazuje, z jak drahých zdrojů firma svá aktiva pořídila. K výrazným změnám ve struktuře pasiv v posledních třech letech nedošlo. Za zmínku však stojí rok 2002, kdy cizí zdroje tvořily téměř 94 % celkových pasiv. V dalších letech se na zvýšení podílu vlastního kapitálu podílel nárůst hodnoty položek výsledek hospodaření minulých let (nerozdělený zisk minulých let) a výsledek hospodaření běžného účetního období. Povšimnutí hodným je také fakt, že během roku 2005 byl navýšen základní kapitál na 2000 tis. Kč.

Tab. 2.5 Struktura pasiv v letech 2002 až 2006

Položka pasiv	2002	2003	2004	2005	2006
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	6,22%	33,69%	46,70%	55,34%	56,53%
Základní kapitál	2,41%	1,56%	0,71%	2,22%	1,75%
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,05%	0,16%	0,07%	0,22%	0,18%
Výsledek hospodaření minulých let	0,01%	2,33%	14,56%	33,91%	41,73%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3,76%	29,64%	31,36%	18,98%	12,87%
Cizí zdroje	93,78%	66,31%	53,30%	44,39%	40,61%
Rezervy	3,85%	2,50%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé závazky	56,85%	39,13%	31,00%	20,71%	20,87%
Bankovní úvěry a výpomoci	33,08%	24,68%	22,29%	23,68%	19,74%
Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%	2,86%

2.3.1.2 Horizontální analýza rozvahy

Zachycuje vývojové trendy ve struktuře majetku a kapitálu podniku, zjišťujeme meziroční změnu jednotlivých položek. Celková aktiva vykazují rostoucí tendenci, i když zpomalujícím tempem. Dlouhodobý majetek v posledním roce klesl o 9,22 %, což je způsobeno odpisy. Oběžná aktiva se zvýšila o 60 %, přičemž nejvyšší růst zaznamenala položka zboží (o 300 %) a nedokončená výroba, která dosáhla až trojnásobku své hodnoty z roku 2005.

Tab. 2.6 Vývoj struktury aktiv v letech 2002 až 2006

Položka aktiv	2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
AKTIVA CELKEM	11177	53,78	38195	119,51	19972	28,47	24102	26,74
Dlouhodobý majetek	-14	-0,21	24433	369,86	16514	53,20	-4383	-9,22
Dlouhodobý nehmotný majetek	-1	0,00	1005	100500,00	189	18,82	-781	-65,47
Dlouhodobý hmotný majetek	-13	-0,20	23428	354,59	16325	54,35	-3602	-7,77
Dlouhodobý finanční majetek	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Oběžná aktiva	10452	74,18	13115	53,44	3635	9,65	24798	60,06
Zásoby	116	1,87	13820	218,81	-2512	-12,48	8158	46,29
Dlouhodobé pohledávky	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1749	0,00
Krátkodobé pohledávky	5966	91,08	1402	11,20	5558	39,93	15931	81,80
Krátkodobý finanční majetek	4370	326,12	-2107	-36,90	589	16,35	-1040	-24,81
Časové rozlišení	739	1026,39	647	79,78	-177	-12,14	3687	287,82

Základní kapitál byl v roce 2005 navýšen o 1500 tis. Kč. V posledním roce se cizí zdroje zvýšily o téměř 16 %. Během sledovaného období se hodnota cizích zdrojů neustále zvyšovala. V roce 2004 dokonce o 76,44 %, značný podíl na tomto měly dlouhodobé bankovní úvěry, kterých firma využila o 324,54 % více oproti předchozímu roku, a krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Poslední jmenovaná položka, tedy její růst souvisí se zvyšováním prodeje.

Tab. 2.7 Vývoj struktury pasiv v letech 2002 až 2006

Položka pasiv	2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006	
	tis Kč	%	tis Kč	%	tis Kč	%	tis Kč	%
PASIVA CELKEM	11174	53,77	38198	119,53	19972	28,47	24102	26,74
Vlastní kapitál	9472	732,56	22000	204,37	17107	52,21	14702	29,48
Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	1500	300,00	0	0,00
Kapitálové fondy	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	40	400,00	0	0,00	150	300,00	0	0,00
Výsledek hospodaření minulých let	741	37050,00	9472	1274,83	20350	199,22	17107	55,97
Výsledek hospodaření běžného účetního období	8691	1112,80	12528	132,26	-4893	-22,24	-2405	-14,06
Cizí zdroje	1702	8,73	16198	76,44	2616	7,00	6384	15,96
Rezervy	0	0,00	-800	-100,00	0	0,00	0	0,00
Dlouhodobé závazky	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Krátkodobé závazky	688	5,82	9248	73,97	-3084	-14,18	5174	27,72
Bankovní úvěry a výpomoci	1014	14,75	7750	98,25	5700	36,45	1210	5,67
Časové rozlišení	0	0,00	0	0,00	249	0,00	3016	1211,24

2.3.1.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty vypovídá o každoročním růstu celkových tržeb. Také celkové náklady na tržby (součet nákladů na prodané zboží a výkonové spotřeby) vykazují rostoucí tendenci. V posledním analyzovaném roce dokonce růst těchto nákladů převyšuje růst tržeb. Důvodem je zvýšení spotřeby materiálu a energie, ke kterému došlo vlivem vzrůstu produkce. Přidaná hodnota v čase roste, avšak varujícím signálem by mohlo být její snižující se tempo růstu. Provozní výsledek hospodaření v posledních dvou analyzovaných letech (2005 a 2006) klesal. Značný rozdíl oproti roku 2004, kdy dosáhl nejvyšší hodnoty, je způsoben tím, že v tomto roce došlo k významným odprodejům dlouhodobého majetku.

Tab. 2.8 Náklady, výnosy a výsledky hospodaření v letech 2002 až 2006 (v tis. Kč)

Položka	2002	2003	2004	2005	2006
Provozní výnosy	45 242	82 638	124 782	122 298	140 978
Provozní náklady	43 360	67 784	92 430	97 580	118 233
Provozní výsledek hospodaření	1 882	14 854	32 352	24 718	22 745
Finanční výnosy	408	596	676	648	662
Finanční náklady	1 176	1 632	2 811	2 873	4 191
Finanční výsledek hospodaření	-768	-1 036	-2 135	-2 225	-3 529
Mimořádné výnosy	1	0	179	6	0
Mimořádné náklady	5	0	5	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	-4	0	174	6	0

Výsledek hospodaření za běžnou činnost	785	9 472	21 826	17 101	14 702
Výsledek hospodaření před zdaněním	781	9 472	22 000	17 107	14 702
Výsledek hospodaření za účetní období	1 110	13 818	30 391	22 499	19 216

Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty vyplývá, že veškeré výnosy mají od roku 2003 pomalejší růst než náklady. Tato nepříznivá tendence se odráží také na všech typech výsledku hospodaření. V roce 2006 byl meziroční růst provozních nákladů 21,17 %, oproti tomu růst provozních výnosů jen 15,27 %, což je o 5,9 p. b. méně. Finanční výsledek hospodaření je ve všech analyzovaných letech záporný a jeho deficit se prohlubuje. Významný vliv na toto snižování mají rostoucí ostatní finanční náklady. Celkově výsledek hospodaření zaznamenal v roce 2005 výrazné snížení o více než 20 %. V dalším roce došlo opět ke snížení, tentokrát o 14 %. Jak již bylo řečeno, výsledek hospodaření se snižuje díky vyššímu růstu nákladů než výnosů, proto by měl podnik důkladně sledovat veškeré nákladové položky.

Tab. 2.9 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Položka	2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Provozní výnosy	45 242	82,66	42 144	51,00	-2 484	-1,99	18 680	15,27
Provozní náklady	43 360	56,33	24 646	36,36	5 150	5,57	20 653	21,17
Provozní výsledek hospodaření	1 882	689,27	17 498	117,80	-7 634	-23,60	-1 973	-7,98
Finanční výnosy	408	46,08	80	13,42	-28	-4,14	14	2,16
Finanční náklady	1 176	38,78	1 179	72,24	62	2,21	1 318	45,88
Finanční výsledek hospodaření	-268	-34,90	-1 099	-106,08	-90	-4,22	-1 304	-58,61
Mimořádné výnosy	1	-100,00	179	N	-173	-96,65	-6	-100,00
Mimořádné náklady	5	-100,00	5	N	-5	-100,00	0	N
Mimořádný výsledek hospodaření	-4	-100,00	174	N	-168	-96,55	-6	-100,00
Výsledek hospodaření za běžnou činnost (po zdanění)	785	1 106,62	12 354	130,43	-4 725	-21,65	-2 399	-14,03
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 110	1 144,86	16 573	119,94	-7 892	-25,97	-3 283	-14,59
Výsledek hospodaření za účetní období	781	1 112,80	12 528	132,26	-4 893	-22,24	-2 405	-14,06

Poznámka: Písmeno N značí, že procentní změnu nelze vypočítat

2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrových ukazatelů existuje velmi mnoho a všechny charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílů. Žádný podnik však obvykle nedosahuje dobrých výsledků ve všech oblastech. Různé oblasti přinášejí různé výsledky, proto je třeba zjistit původ dosažených hodnot a ukazatele v čase sledovat.

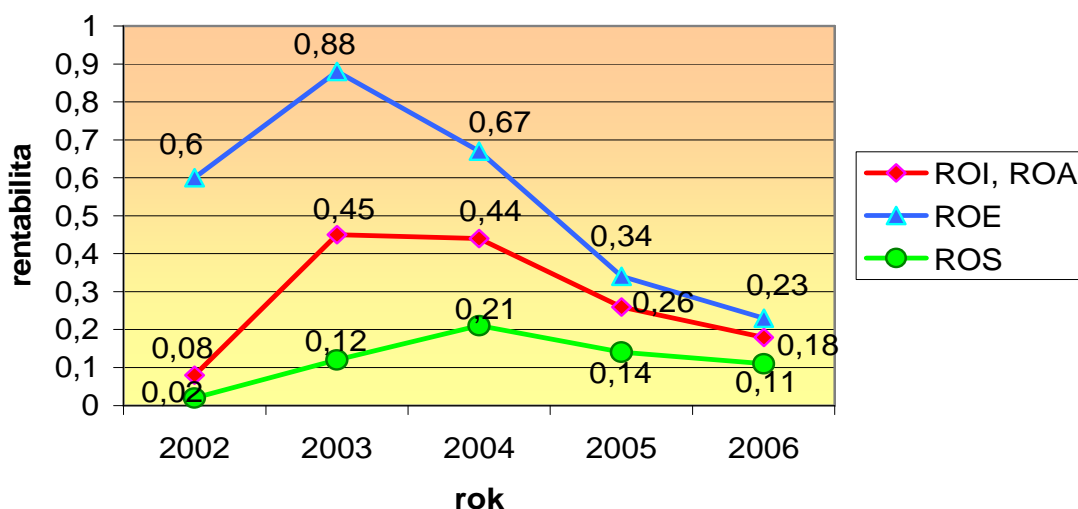
2.3.2.1 Ukazatele rentability

Tab. 2.10 Ukazatele rentability

Ukazatel	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
ROI	(1.12)	0,08	0,45	0,44	0,26	0,18
ROA	(1.13)	0,08	0,45	0,44	0,26	0,18
ROE	(1.14)	0,60	0,88	0,67	0,34	0,23
ROS	(1.15)	0,02	0,12	0,21	0,14	0,11

Ukazatele rentability představují výnosnost vloženého kapitálu, měří kolik Kč připadá na 1 Kč vloženého kapitálu. Rentabilita vloženého kapitálu (ROI), rentabilita celkových vložených aktiv (ROA) a rentabilita vlastního kapitálu (ROE) měly do roku 2003 rostoucí tendenci, avšak již v letech 2005 a 2006 klesají. Rentabilita tržeb klesá až od roku 2004. Důsledek negativního vývoje v těchto posledních letech je zakotven ve snižujícím se hospodářském výsledku. Snížení hospodářského výsledku je způsobeno tím, že provozní a finanční náklady rostou rychleji než provozní a finanční výnosy.

Graf 2.3 Ukazatele rentability v letech 2002 až 2006



2.3.2.2 Ukazatele aktivity

Tab. 2.11 Ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Vázanost celkových aktiv	(1.16)	0,48	0,40	0,66	0,75	0,85
Obrat celkových aktiv	(1.17)	2,08	2,50	1,52	1,34	1,17
Obrat stálých aktiv	(1.18)	6,52	12,10	3,44	2,53	3,10
Obrat zásob	(1.19)	6,96	12,65	5,31	6,83	5,20
Doba obratu zásob (d)	(1.20)	50,43	31,25	70,92	60,78	74,13
Doba obratu pohledávek (d)	(1.21)	48,76	54,44	46,52	56,36	68,88
Doba obratu závazků (d)	(1.22)	92,69	36,60	49,00	44,65	56,49

Hodnota ukazatele vázanost celkových aktiv v čase roste. Tento vývoj značí, že roční tržby rostou pomaleji než celková aktiva. Obrat udává, kolikrát v průběhu roku se majetek přemění v tržby. Obrat veškerých druhů aktiv je vyšší než 1, což představuje efektivní využívání majetku. V letech 2004 až 2006 se obrat celkových i stálých aktiv snižoval, neboť hodnota aktiv rostla rychleji než tržby podniku. V roce 2003 je hodnota ukazatele obrat stálých aktiv nejvyšší za všechna analyzovaná léta. Proti předchozímu se v tomto roce zvýšily tržby o více než 80 %, přičemž hodnota stálých aktiv se téměř nezměnila. Roku 2004 o 370 % vrostla stálá aktiva a zároveň byl růst tržeb o 51 p. b. nižší než v roce 2003, proto došlo k prudkému poklesu obratu stálých aktiv. Doba obratu představuje počet dnů jedné obrátky. Doba obratu zásob je poměr zásob k průměrným nákladům na den. Ačkoli kolísá, je patrný její rostoucí trend, který znamená, že zásoby jsou v podniku déle vázány. Zvyšující se doba obratu pohledávek ukazuje, že průměrná doba, za kterou jsou pohledávky zaplacený se prodlužuje. Značí také, že pokles tržeb je rychlejší než pokles krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. V posledním roce rostoucí doba obratu závazků spočívá ve snižujících se tržbách a zvyšujících se závazcích z obchodních vztahů.

2.3.2.3 Ukazatele zadluženosti

Tab. 2.12 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Celková zadluženost	(1.23)	93,78%	66,31%	53,30%	44,39%	40,61%
Kvóta vlastního kapitálu	(1.24)	6,22%	33,68%	46,70%	55,34%	56,53%
Koeficient zadluženosti	(1.25)	15,07	1,97	1,14	0,80	0,72
Úrokové krytí	(1.26)	3,34	33,82	71,84	33,80	25,45
Dlouhodobá zadluženost	(1.27)	0,16	0,07	0,14	0,18	0,15
Běžná zadluženost	(1.28)	0,74	0,56	0,39	0,27	0,26

Podíl cizího kapitálu na celkových aktivech představuje celkovou zadluženost podniku. V roce 2002 byla celková zadluženost velmi vysoká, podnik ji však během čtyř let

dokázal snížit o 53,17 procentních bodů. K celkové zadluženosti existuje doplňkový ukazatel kvóta vlastního kapitálu, který vyjadřuje finanční nezávislost podniku a v čase se zvyšuje. Pro věřitele je tento vývoj příznivý, neboť představuje větší bezpečnost proti ztrátám v případě likvidace. Úrokové krytí udává, kolikrát zisk před úroky a daněmi převyšuje nákladové úroky. V roce 2006 hodnota ukazatele oproti roku předchozímu výrazně klesla. Přesto je situace podniku v tomto ohledu velmi dobrá, neboť je stále úrokové krytí vyšší než 1. Dlouhodobá zadluženost vyjadřuje podíl dlouhodobých cizích zdrojů na celkových aktivech. Z tabulky je patrné, že se hodnota pohybuje okolo 16 %, výjimkou je rok 2003. V tomto roce se dlouhodobá zadluženost snížila na 7 %. Obdobná je běžná zadluženost, která místo dlouhodobých zdrojů dosazuje do čitatele krátkodobé cizí zdroje. Její klesající hodnota značí, že podíl aktiv financovaných krátkodobým cizím kapitálem se zmenšuje.

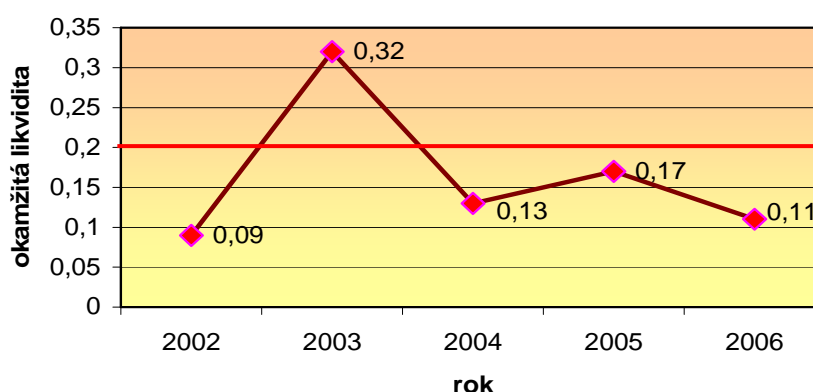
2.3.2.4 Ukazatele likvidity

Tab. 2.13 Ukazatele likvidity

Ukazatel	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Běžná likvidita	(1.29)	0,92	1,36	1,38	1,71	2,25
Pohotová likvidita	(1.30)	0,52	1,01	0,64	0,98	1,37
Okamžitá likvidita	(1.31)	0,09	0,32	0,13	0,17	0,11

Běžná likvidita měří budoucí solventnost podniku. V analyzovaných letech vykazuje rostoucí tendenci. V roce 2005 překročila hranici 1,5 a také ve dvou předchozích letech se k této hodnotě přibližovala. V čitateli ukazatele pohotová likvidita jsou oběžná aktiva snížena o zásoby. Patrný rozdíl mezi běžnou a pohotovou likviditou v roce 2006 může být zapříčiněn nadměrnou váhou zásob v rozvaze podniku. V odborné literatuře (např. Sedláček, 2007) je uváděno, že okamžitá likvidita je zajištěna, pokud ukazatel dosahuje alespoň hodnoty 0,2. Vypočtené hodnoty jsou za jednotlivá léta různé, někdy se přibližují více, někdy méně. Je však důležité upozornit na nepřesnost, že namísto okamžitě splatných závazků jsou do jmenovatele dosazeny krátkodobé závazky. Důvodem je nedostatek informací k tomu, aby mohl být ukazatel přesně sestaven.

Graf 2.4 Okamžitá likvidita v letech 2002 až 2006



2.3.2.5 Provozní ukazatele

Tab. 2.14 Provozní ukazatele

Ukazatel	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Mzdová produktivita	(1.37)	1,61	2,76	3,39	2,73	2,53
Nákladovost výnosů	(1.40)	0,98	0,89	0,83	0,86	0,90
Materiálová náročnost výnosů	(1.41)	0,54	0,45	0,38	0,39	0,40
Vázanost zásob na výnosy	(1.42)	0,14	0,08	0,16	0,14	0,18

1 Kč vyplacených mezd by měla přinášet co nejvíce výnosů, proto má mzdová produktivita v čase růst. V letech 2002 až 2004 měla tuto růstovou tendenci, avšak v roce 2005 a 2006 klesala. Tento pokles je zapříčiněn tím, že růst mezd byl rychlejší než růst přidané hodnoty. Na rozdíl od růstové tendence mzdové produktivity by ukazatel nákladovost výnosů měl v čase klesat. V analyzovaných letech klesá do roku 2004, potom pomalu roste a tím pádem také roste zatížení výnosů podniku celkovými náklady. Materiálová náročnost výnosů se snižuje, což značí, že výnosy jsou méně zatíženy spotřebovaným materiálem a energiemi. Minimální by měla být vázanost zásob na výnosy. Její hodnota kolísá, přesto lze vysledovat spíše růst. Důvodem je rychlejší tempo růstu zásob než tempo růstu výnosů.

2.3.3 Syntetické metody stanovení finančního zdraví

Pro účely posouzení finanční situace podniku slouží různé modely či soustavy ukazatelů, ze kterých jsem se rozhodla použít index bonity, index IN 05 a Altmanovo Z-skóre.

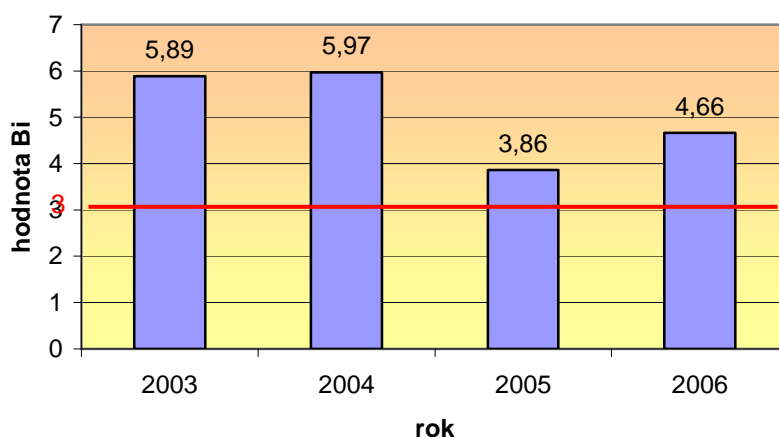
2.3.3.1 Index bonity

Tab. 2.15 Index bonity - výpočet

Ukazatel	váha/vzorec	2003	2004	2005	2006
x_1	1,5	0,21	-0,06	0,01	1,23
x_2	0,08	1,51	1,88	2,25	2,46
x_3	10	0,43	0,43	0,25	0,17
x_4	5	0,17	0,27	0,20	0,15
x_5	0,3	0,08	0,18	0,15	0,21
x_6	0,1	2,49	1,60	1,27	1,09
B_i	(1.50)	5,89	5,97	3,86	4,66

Čím je větší hodnota B_i , tím je finančně-ekonomická situace hodnocené firmy lepší. Ve všech hodnocených letech vyšla hodnota B_i vyšší než 3, což značí extrémně dobrou situaci. Přesto by měl být podnik obezřetný, neboť hodnoty za jednotlivá léta nevykazují stabilitu. Největší váhu v indexu bonity má ukazatel x_3 (zisk před zdaněním/celková aktiva), jenž vykazuje klesající tendenci, kterou způsobuje rychlejší růst celkových aktiv než zisku.

Graf 2.5 Index bonity B_i v letech 2003 až 2006



2.3.3.2 Index IN 05

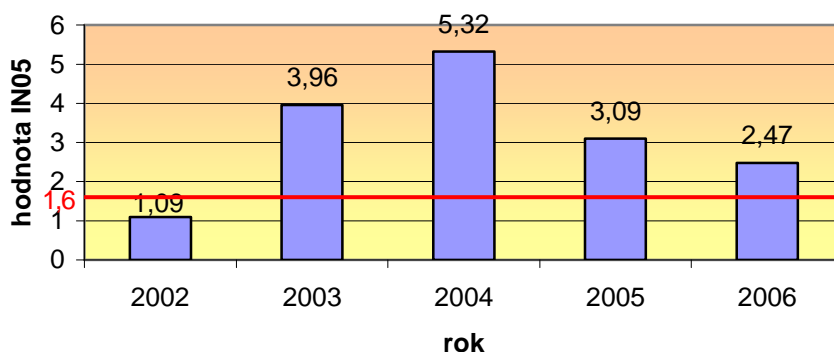
Tab. 2.16 Index IN 05 – výpočet

Ukazatel	váha/vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
A	0,13	1,07	1,51	1,88	2,25	2,46
B	0,04	3,34	33,82	71,84	33,80	25,45
C	3,95	0,08	0,45	0,44	0,26	0,18
D	0,21	2,06	2,49	1,60	1,27	1,09
E	0,09	0,92	1,36	1,38	1,17	2,25
IN05	(1.53)	1,09	3,96	5,32	3,09	2,47

Indexy jsou téměř ve všech hodnocených letech (kromě roku 2002) vyšší než 1,6, z čehož je možné předvídat uspokojivou finanční situaci. Avšak v posledních dvou letech

(2005 a 2006) hodnota indexu klesá. Největší význam ve vzorci má ukazatel C (EBIT/celková aktiva), který se od roku 2003 snižuje. Zdrojem jeho výrazného snížení mezi lety 2004 a 2005 je růst celkových aktiv a snížení EBITu.

Graf 2.6 Index IN05 v letech 2002 až 2006



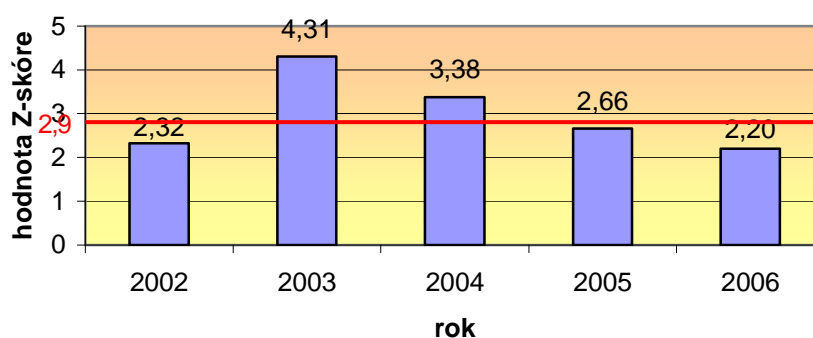
2.3.3.3 Altmanova formule Z-skóre

Tab. 2.17 Altmanovo Z-skóre – výpočet

Ukazatel	váha/vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
A	0,717	-0,06	0,20	0,15	0,19	0,32
B	0,847	0,05	0,32	0,45	0,44	0,28
C	3,107	0,08	0,45	0,44	0,26	0,18
D	0,420	0,03	0,02	0,01	0,05	0,04
E	0,998	2,08	2,50	1,52	1,34	1,17
Z-skóre	(1.52)	2,32	4,31	3,38	2,66	2,20

Ukazatel Z-skóre dosahoval nejvyšších hodnot v roce 2003 a 2004. Tyto hodnoty byly vyšší než 2,9, což značí uspokojivou finanční situaci podniku. V posledních dvou analyzovaných letech se hodnota Z-skóre snížila a pohybovala v intervalu „šedé zóny“ nevyhraněných výsledků $<1,2; 2,9>$. K největšímu snížení došlo v roce 2005, kdy se ukazatel C (EBIT/celková aktiva), který má největší váhu, snížil téměř o polovinu své hodnoty z předchozího roku. Je to způsobeno snížením EBITu a rychlým růstem celkových aktiv.

Graf 2.7 Altmanovo Z-skóre v letech 2002 až 2006



2.3.4 Souhrnné zhodnocení finančního zdraví

Provedená analýza vypovídá o dobrém současném stavu podniku. Výsledky téměř všech aplikovaných syntetických metod ukazují, že v současné době není nekonečné trvání podniku ohroženo. Výjimkou je Altmanova formule Z-skóre, která v posledních dvou analyzovaných letech mírně klesla do tzv. „šedé zóny nevyhraněných výsledků“. Také je nutné upozornit na klesající tendenci hodnoty indexu IN05 a Z-skóre v posledních dvou letech. Vývoj těchto dvou indikátorů je ovlivněn především ukazatelem EBIT / celková aktiva, tedy rentabilitou celkového kapitálu.

Ukazatele rentability v posledních dvou letech klesají. Vypovídá to o snižující se výnosnosti zdrojů podniku, které byly použity k dosažení zisku. Důvod spočívá ve snižování hospodářského výsledku. Tržby každoročně rostou, avšak jejich růst se zpomaluje. Na rozdíl od tohoto vývoje tržeb se meziroční růst nákladů zvyšuje, což má za následek snižování výsledku hospodaření. Významnou nákladovou položkou jsou osobní náklady. Jejich podíl vzhledem k přidané hodnotě se zvyšuje a vypovídá o rostoucí nákladovosti práce.

Zvyšuje se podíl oběžných aktiv na celkových aktivech. Značně se na tom podílí vznik daňové pohledávky vůči státu a nárůst zboží a materiálu v zásobách. Vyšší stav materiálu lze kromě zvětšenému objemu výroby přisoudit také zvýšené materiálové náročnosti výroby.

3. Vlastní ocenění podniku

Podnik se oceňuje k datu 31. 12. 2006 s cílem zjistit jeho hodnotu pro potřeby majitele a managementu. Výchozí informací o současné hodnotě podniku bude majetkové ocenění založené na principu historických cen, tedy účetní hodnota podniku. Jako druhá metoda byla zvolena výnosová metoda kapitalizovaných čistých zisků, jejíž aplikace přinese výsledek v podobě objektivizované hodnoty. Vzhledem k předpokladu pokračování existence podniku je třetí aplikovanou metodou, a to i přes chybějící informace o budoucích peněžních tocích, výnosová metoda DCF entity. Žádná z metod tržního srovnání použita nebude, neboť není k dispozici dostatečná základna pro srovnání. Pro aplikaci výnosových metod je nutné zjistit průměrné náklady kapitálu a sestavit finanční plán.

3.1 Průměrné náklady kapitálu – WACC

Východiskem pro výpočet WACC je vzorec (1.1), do nějž dosadíme váhy jednotlivých složek kapitálu a náklady na cizí a vlastní kapitál.

Tab. 3.1 Váhy jednotlivých složek úročeného kapitálu

Položka	Hodnota (v tis. Kč)	Váhy
Vlastní kapitál	64 574	0,74
Úročený cizí kapitál	22 548	0,26
Celkový investovaný kapitál	87 122	1,00

3.1.1 Náklady cizího kapitálu

Náklady na cizí kapitál představují náklady na veškerý úročený cizí kapitál. V případě společnosti ELKO EP, s. r. o. je tvořen krátkodobým bankovním úvěrem s úrokem 4,9 % a dlouhodobým bankovním úvěrem úročeným sazbou 5,8 %.

Tab. 3.2 Náklady na cizí kapitál

Položka	Výše úvěru (v Kč)	Úroková sazba
Krátkodobý bankovní úvěr	5 500 000	4,9 %
Dlouhodobý bankovní úvěr	17 048 000	5,8 %
Úročený cizí kapitál celkem	22 548 000	5,58 %

Náklady cizího kapitálu jsou vypočítány jako vážený aritmetický průměr krátkodobého a dlouhodobého bankovního úvěru, takže:

$$n_{CK} = 5,58 \%$$

3.1.2 Náklady vlastního kapitálu

K výpočtu nákladů vlastního kapitálu lze použít různé metody. Zde jsem se rozhodla pro stavebnicovou metodu, jejíž základní postup spočívá v součtu výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů a přírážky za riziko. Na základě informací Ministerstva financí ČR byla výnosnost státních dluhopisů stanovena na 4%. Celková riziková přírážka se neodvozuje z kapitálového trhu, ale zjišťuje se jako součet několika dílčích rizikových přírážek. Postup výpočtu celkové rizikové přírážky je uveden v příloze č. 4 – Stanovení rizikové premie.

Tab. 3.3 Náklady na vlastní kapitál

Bezriziková výnosová míra státních dluhopisů	4 %
Obchodní riziko	8,1530
<i>I. Rizika oboru</i>	<i>2,2106</i>
<i>II. Rizika trhu</i>	<i>1,5743</i>
<i>III. Rizika konkurence</i>	<i>1,2612</i>
<i>IV. Management</i>	<i>0,5390</i>
<i>V. Výrobní proces</i>	<i>1,5599</i>
<i>VI. Ostatní faktory</i>	<i>1,0080</i>
Finanční riziko	2,5298
Riziková premie celkem	10,68 %
Náklady vlastního kapitálu	14,68 %

Náklady vlastního kapitálu jako součet výnosové míry státních dluhopisů a rizikové přírážky jsou:

$$n_{VK} = 14,68 \%$$

3.1.3 Výpočet WACC

Posledním potřebným údajem pro výpočet WACC je daňová sazba. Ta k datu ocenění činí 24 %. Nyní již máme všechny potřebné údaje k vlastnímu propočtu vážených průměrných nákladů kapitálu a můžeme je dosadit do vzorce (1.1):

$$WACC = 5,58 * (1 - 0,24) * 0,26 + 14,68 * 0,74$$

$$WACC = 11,97 \%$$

3.2 Finanční plán

Finanční plán je nezbytný především při aplikaci metody diskontovaného čistého cash flow. Sestavila jsem plánovanou rozvahu a plán výkazu zisku a ztráty na léta 2007 až 2010. Při jejich tvorbě jsem vycházela především z minulého vývoje podniku. Plán výkazu zisku

a ztráty, naplánovaná rozvaha a na jejich základě sestavený výkaz peněžních toků jsou uvedeny v příloze č. 5.

Od roku 2002 do roku 2006 byl průměrný růst celkových tržeb 36,2 %. Meziroční nárůst byl nejvyšší v roce 2003 (činil 84 %) a nejnižší v roce 2005 (4 %), přičemž toto kolísání odpovídá vývoji v odvětví. Pro budoucí období čtyř let předpokládám tempo růstu tržeb od 20 do 23 %. Náklady na celkové tržby (tedy náklady na prodané zboží a výkonová spotřeba) v průměru činily 62,3 % z tržeb. Ačkoli v oboru je tento podíl o 20 p. b. nižší, stejně jako v podniku je patrná pomalu rostoucí tendence. Tyto náklady tedy odhaduji jako procentní podíl z tržeb, který bude mírně stoupat každoročně o 1 p. b. Osobní náklady jsou významnou nákladovou položkou a během let 2002 až 2006 dosahovaly průměrně 57 % z položky přidaná hodnota. Při jejich plánování jsem brala v úvahu pomalou rostoucí tendenci z let 2005 a 2006 a stejně jako u osobních nákladů předpokládám jejich každoroční růst o 1 p. b. Odpisy jsou ve výši 10 % hodnoty dlouhodobého majetku k 1. 1. příslušného roku (tedy 31. 12. předchozího roku). Hodnota položky ostatní provozní výnosy je každoročně ve výši 2 % hodnoty tržeb a tuto také uvažuji v plánu. U ostatních provozních nákladů předpokládám, že budou stejně jako v roce 2006 dosahovat výše 20 % hodnoty ostatních provozních výnosů.

Nákladové úroky jsou ve výši 5,58 % z hodnoty úročených cizích zdrojů, které jsou tvořeny bankovními úvěry. Výnosové úroky s přihlédnutím k minulému vývoji meziročně porostou o 50 %. Ostatní finanční výnosy se v posledních letech příliš nemění, proto je v plánované výsledovce budu po celou dobu uvažovat ve výši, které dosáhly v roce 2006. Ostatní finanční náklady mají zřetelný růst, který často meziročně přesahuje 50 %. Přesto jsem se přiklonila k opatrnějšímu plánu, a to k 25% meziročnímu růstu. Při tvorbě plánu jsem nepředpokládala žádné mimořádné položky.

3.3 Účetní hodnota na principu historických cen

Ačkoli má účetní ocenění nízkou vypovídací schopnost a používá se jako doplňkové, slouží jako výchozí informace o hodnotě podniku. Odpovídá na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Zdrojem informací pro tuto metodu ocenění je rozvaha.

Hodnotou netto je vlastní kapitál z rozvahy: **64 574 tis. Kč.**

3.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

K propočtu výnosové hodnoty metodou kapitalizovaných čistých výnosů použijí její paušální variantu. Základním předpokladem pro aplikaci této metody je, že podnik v budoucnosti dosáhne minimálně stejných výnosů jako v minulosti. Východiskem je výkaz zisku a ztráty, kdy k výsledku hospodaření před zdaněním přičteme odpisy a snížíme jej o jednorázové a mimořádné náklady a zvýšíme o jednorázové a mimořádné výnosy. Poté upravený výsledek hospodaření před odpisy přepočteme bazickým cenovým indexem vztaženým k roku 2006 a získáme upravený výsledek hospodaření upravený o inflaci.

Tab. 3.4 Úprava výsledku hospodaření

Položka (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 110	13 818	30 391	22 499	19 216
(+) Odpisy	440	851	1 949	3 441	4 318
(-) Finanční výnosy	408	596	676	648	662
(-) Tržby z prodeje DM	422	303	7 838	817	444
(+) Zůst. cena prodaného DM	94	298	5 431	89	106
(-) Mimořádné výnosy	1	0	179	6	0
(+) Mimořádné náklady	5	0	5	0	0
Upravený VH před odpisy	818	14 068	29 083	24 558	22 534
Cenový index řetězový	1,021	1,001	1,028	1,019	1,026
Cenový index bazický vztažený k roku 2006	0,930	0,931	0,957	0,976	1,000
UVH upravený o inflaci	879	15 105	30 376	25 172	22 534

Takto upraveným výsledkům hospodaření upraveným o inflaci přiřadíme váhy. Váhy určíme podle pravidla, že největší váhu má rok nejbližší přítomnosti. Vážený průměr z upravených výsledků dává trvalý odnímatelný výnos.

Tab. 3.5 Trvale odnímatelný výnos – výpočet

Položka (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
UVH upravený o inflaci	879	15 105	30 376	25 172	22 534
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci * váhy	879	30 210	91 129	100 688	112 670
Trvale odnímatelný výnos	22 372				

Trvale odnímatelný výnos snížíme o odpisy z roku 2006 a zdaníme (použijeme dlouhodobou prognózu daňové sazby). Takto získáme odhad trvalého čistého výnosu k rozdělení.

Tab. 3.6 Trvale odnímatelný čistý výnos po dani

Položka (v tis. Kč)	2006
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	22 372
Odpisy za rok 2006	4 318
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	18 054
Daň 19 %	3 430
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	14 624

Kalkulovanou úrokovou míru získáme součtem výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů a rizikové přírážky a odečteme inflaci. Za dlouhodobé státní dluhopisy byly zvoleny desetileté dluhopisy, které mají dle informací Ministerstva financí výnosnost 4 %. Riziková přírážka je dle komplexní stavebnicové metody 10,68 % (příloha č. 4 – Stanovení rizikové premie). Míra inflace za rok 2006 byla dle informací Českého statistického úřadu 2,5 %.

Tab. 3.7 Kalkulovaná úroková míra

Položka	Hodnota
Výnosnost státních dluhopisů dlouhodobých	4 %
Riziková přírážka	10,68 %
Inflace	2,5 %
Kalkulovaná úroková míra	12,18 %

Hodnotu vlastního kapitálu nakonec vypočítáme podle vzorce (1.6), tedy že trvale odnímatelný čistý výnos vydělíme kalkulovanou úrokovou mírou:

$$= 14\,624 / 0,1218 = 120\,062,028 \text{ tis. Kč}$$

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti vypočítaná k datu ocenění 31. 12. 2006 pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů je na **120 062 tis. Kč**.

3.5 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Základem metody DCF je diskontování budoucích peněžních toků. Diskontní mírou jsou průměrné náklady na kapitál – WACC, které jsou vypočítány v kapitole 3.1. Aplikujeme dvoufázovou metodu DCF entity. Pro vlastní ocenění je třeba nejprve určit volný peněžní tok do firmy (FCFF) pro jednotlivá léta.

3.5.1 Výpočet FCFF

Při výpočtu FCFF vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Tento lze převzít z plánovaného výkazu zisku a ztráty, ve kterém je provozní výsledek

hospodaření vyčíslen jako rozdíl mezi veškerými tržbami a obvyklými provozními náklady. Druhou důležitou veličinou pro výpočet FCFF jsou investice:

- investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou součtem změny výše provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok a odpisů. Provozně nutný dlouhodobý majetek je totožný s dlouhodobým majetkem z plánované rozvahy,
- investice do provozně nutného pracovního kapitálu se vypočítají obdobně – jako změna provozně nutného pracovního kapitálu. Provozně nutný pracovní kapitál se vypočítá jako zásoby + pohledávky + provozně potřebné peněžní prostředky + časové rozlišení aktivní – krátkodobé závazky – časové rozlišení pasivní.

Provozně nutný dlouhodobý majetek a provozně nutný upravený pracovní kapitál jsou vypočteny podle údajů z plánované rozvahy a jsou uvedeny v tab. 3.7.

Tab. 3.8 Provozně nutný investovaný kapitál

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2006	2007	2008	2009	2010
Provozně nutný dlouhodobý majetek	43 170	60 949	71 835	87 406	112 772
Provozně nutný upravený pracovní kapitál	36 703	36 940	37 088	32 040	20 413
Provozně nutný investovaný kapitál	79 873	97 889	108 923	119 446	133 185

Nyní přistoupíme k výpočtu samotného volného peněžního toku. Jak již bylo zmíněno výše, hodnotu korigovaného provozního výsledku hospodaření převezmeme z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Zdaníme jej sazbou daně pro daný rok. Ke zdaněnému korigovanému provoznímu výsledku hospodaření přičteme výši plánovaných odpisů a odečteme investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

Tab. 3.9 Výpočet FCFF

Položka (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010
Korigovaný provozní VH	25 092	27 904	32 407	37 694
<i>Daňová sazba</i>	<i>0,24</i>	<i>0,21</i>	<i>0,2</i>	<i>0,19</i>
Daň	6 022	5 860	6 481	7 162
Korigovaný provozní VH po dani	25 092	27 903	32 407	37 693
Odpisy	4 317	6 095	7 184	8 741
Investice do provozně nutného DM	22 096	16 981	22 755	34 107
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	237	148	-5 048	-11 627
FCFF	7 076	16 869	21 884	23 954

3.5.2 Aplikace dvoufázové metody DCF entity

Vypočítáme hodnoty jednotlivých fází. Jejich součet představuje provozní hodnotu brutto. Od tohoto součtu odečteme hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a výsledkem potom je hodnota vlastního kapitálu společnosti.

Hodnota 1. fáze

Hodnotu první fáze získáme součtem diskontovaných volných peněžních toků jednotlivých let finančního plánu. Použijeme tedy první část vzorce (1.2).

Tab. 3.10 Výpočet první fáze hodnoty podniku

Položka (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010
FCF	7076	16869	21884	23954
Odúročitel	1,12	1,25	1,40	1,57
Diskontované CF	7923	21149	30721	37652
Hodnota první fáze	97 445 tis. Kč			

Hodnota 2. fáze

Při výpočtu druhé fáze vycházíme z pokračující hodnoty podniku. Pokračující hodnotu vypočítáme podle vzorce (1.3). Neobejdeme se zde bez ukazatele g – tempa růstu po roce 2010. Toto tempo růstu FCFF pro druhou fázi stanovíme na úrovni inflace, tedy na 2,5 %. V čitateli vzorce pro pokračující hodnotu je diskontovaný peněžní tok v roce 2011, který je v podstatě diskontovaný peněžní tok z roku 2010 zvýšený právě o zmiňované tempo růstu g . Dosazením do vzorce (1.3) získáme:

$$\text{Pokračující hodnota} = 38\,593 / (0,1197 - 0,025)$$

$$\text{Pokračující hodnota} = 407\,529 \text{ tis. Kč}$$

Hodnotu druhé fáze získáme, když vypočtenou pokračující hodnotu dosadíme do druhé části vzorce (1.2):

$$\text{Hodnota druhé fáze} = 407\,529 / (1 + 0,1197)^4$$

$$\text{Hodnota druhé fáze} = 259\,270 \text{ tis. Kč}$$

3.5.3 Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF

Výnosová hodnota podniku brutto je dána součtem výsledků první a druhé fáze:

$$\text{Výnosová hodnota podniku} = 97\,445 + 259\,270$$

$$\text{Výnosová hodnota podniku} = 356\,714 \text{ tis. Kč}$$

Výnosovou hodnotu podniku netto získáme odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. Přičteme-li k této hodnotě neprovozní majetek k datu ocenění, výsledkem bude výnosová hodnota vlastního kapitálu. Neprovozní majetek však ve firmě nefiguruje, proto můžeme čistou výnosovou hodnotu podniku ztotožnit s výnosovou hodnotou vlastního kapitálu:

$$\text{Výnosová hodnota vlastního kapitálu} = 356\,714 - 22\,548$$

$$\text{Výnosová hodnota vlastního kapitálu} = 334\,166 \text{ tis. Kč}$$

3.5.4 Změna tempa růstu

Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu podniku vypočítána pomocí metody DCF entity s tempem růstu g stanoveným na úrovni inflace 2,5 % je 334 166 tis. Kč. Pokud by však bylo změněno tempo růstu g , tak by se při zachování stejného postupu výpočtu, vstupních dat a výše WACC změnila hodnota podniku ve druhé fázi, a tím i celkový výnosová hodnota podniku.

Tab. 3.11 Hodnota podniku při různém tempu růstu g

Hodnota podniku (v tis. Kč)	Tempo růstu g			
	1 %	2 %	2,5 %	3 %
Hodnota v 1. fázi	97 445	97 445	97 445	97 445
Hodnota ve 2. fázi	220 543	245 066	259 270	275 057
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	22 548	22 548	22 548	22 548
Výnosová hodnota vlastního kapitálu	295 439	319 963	334 166	349 954

Z tabulky 3.10 je patrné, že čím vyšší je tempo růstu g , tím vyšší je i hodnota oceňovaného podniku. Rozhodujícím faktorem při aplikaci dvoufázové metody DCF entity je pokračující hodnota, která je na tempu růstu značně závislá. Porovnáme-li pokračující hodnotu podniku s tempem růstu 1 % a tempem růstu 3 %, zjistíme, že její úroveň vzrostla téměř o čtvrtinu. Výsledná hodnota podniku pak o 18,45 %. Z tohoto lze usoudit, že i nevýrazná změna tempa růstu se výrazně odráží na vypočtené hodnotě podniku.

3.6 Zhodnocení výsledků

Vypočítala jsem hodnotu podniku k datu ocenění 31. 12. 2006 pomocí tří metod, jejichž výsledky jsou uvedeny v následující tabulce:

Tab. 3.12 Aplikované metody a jejich výsledky

Metoda	Hodnota (v tis. Kč)
Účetní hodnota na principu historických cen	64 574
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	120 062
Metoda diskontovaného čistého cash flow ($g = 2,5 \%$)	334 166

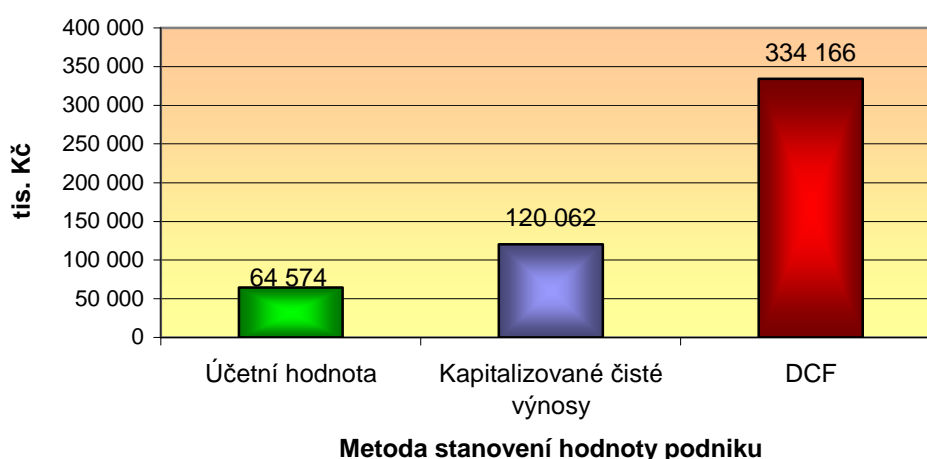
První využitou metodou je **majetkové ocenění na principu historických cen**. Tato účetní hodnota má však nízkou vypovídací schopnost, neboť se předpokládá další existence podniku a tedy i další výnosy z něj plynoucí, které však v účetní hodnotě zahrnuté nejsou. Účetní hodnota podniku je **64 574 tis. Kč**.

Při aplikaci výnosové **metody kapitalizovaných čistých výnosů** jsem využila její paušální variantu a snažila se o výpočet objektivizované hodnoty podniku. Důležitým předpokladem u této metody je, aby budoucí výnosy byly minimálně v takové výši, které dosáhly v minulosti, což lze u společnosti ELKO EP, s. r. o. předpokládat. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je odvozena z upravených výsledků hospodaření a činí **120 062 tis. Kč**.

Abych mohla využít **metodu diskontovaného čistého cash flow**, byla jsem nucena sestavit finanční plán podniku, na jehož datech je ocenění založeno. Pro výpočet hodnoty podniku jsou důležité budoucí investiční výdaje, které jsem stejně jako plánovaný výkaz zisku a ztráty pouze odhadla. Tímto se značně snížila vypovídací schopnost vypočtené hodnoty. Výnosová hodnota vlastního kapitálu vypočítaná metodou DCF je **334 166 tis. Kč**.

Základní odlišnost mezi aplikovanými výnosovými metodami spočívá v úhlu pohledu jednotlivých metod na stanovení hodnoty podniku. U metody kapitalizovaných čistých výnosů je kladem důraz na minulá data (tvrzení, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů jako v minulosti), oproti tomu metoda diskontovaného čistého cash flow vychází z finančního plánu. Právě v těchto odlišnostech je také zakotven zřetelný rozdíl mezi vypočtenými hodnotami.

Graf 3.1 Hodnota podniku stanovená různými metodami



3.7 Návrhy a doporučení

Z provedeného hodnocení finančního zdraví společnosti je patrný její dobrý současný stav. Přesto je důležité upozornit na některé ukazatele. Vývoj veškerých ukazatelů rentability má klesající tendenci. Stojí za tím zisk, který klesá, přestože tržby neustále rostou. Snižování zisku tedy zapříčiňují náklady, jejichž růst je rychlejší než růst tržeb. Z tohoto důvodu by měl podnik veškeré své náklady detailně kontrolovat. Značný podíl na celkových nákladech mají osobní náklady a vysoký meziroční růst vykazují náklady na prodané zboží. Společnost by měla zjistit možnosti, jak tyto náklady řídit efektivněji. Například v oblasti osobních nákladů lze namísto přijímání nových zaměstnanců zvyšovat produktivitu zaměstnanců stávajících (například školení, změna systému odměňování, zvyšování motivace apod.) či rozšířit pravomoci současným manažerům. Náklady vynaložené na prodané zboží se zvyšují rychleji než tržby z jejich prodeje. Z tohoto důvodu bych doporučila provést revizi všech položek zboží a snížit, případně zcela vyloučit, prodej ztrátového zboží.

Z porovnání ukazatelů běžné a okamžité likvidity je zřejmý významný podíl zásob v oběžných aktivech. Tento stav by mohl být zapříčiněn materiálovou náročností výroby, předzásobením nebo také možnými neprodejnými zásobami.

Při zjišťování vlastní hodnoty podniku byly pomocí různých metod vypočteny různé hodnoty. Příčina těchto rozdílů spočívá na principech, na kterých byly hodnoty počítány. Jako informace o dolní hranici hodnoty podniku slouží účetní hodnota vlastního kapitálu. Ta značně závisí na rozhodnutí managementu o výši základního kapitálu nebo o výši výsledku

hospodaření z minulých let (nerozdělený zisk). Samotný podnik tedy může tuto hodnotu značně ovlivňovat.

Hodnota podniku vypočítaná pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů se odvíjí od výsledků hospodaření dosažených v minulosti a kalkulované úrokové míře, jejíž významnou součástí tvoří riziková přirážka. Pokud by společnost dokázala tuto rizikovou přirážku snížit, zvýšila by se její hodnota.

Východiskem pro použití metody DCF entity je finanční plán, který jsem sestavila pouze na základě odhadů. Vypočítaná hodnota podniku je vyšší než hodnota vyjádřená pomocí kapitalizace čistých výnosů, avšak spolehlivost je především vzhledem k odhadnutým budoucím investicím nižší. Přesto lze konstatovat, že vysoká hodnota podniku v budoucnosti je zajištěna pouze za předpokladu dodržení finančního plánu.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo zjistit objektivizovanou hodnotu společnosti ELKO EP, s. r. o. pro potřeby vlastníků a managementu. Datum, ke kterému se podnik oceňuje, je s přihlédnutím k dostupným vstupním materiálům stanoveno na 31. 12. 2006.

V praxi existuje mnoho metod, které lze pro ocenění podniku použít a obecně platí, že při oceňování by mělo být použito více metod. K ocenění mnou zkoumaného podniku jsem použila tři různé metody. Východiskem je účetní hodnota, kterou lze považovat za dolní limit hodnoty podniku. Další dvě aplikované metody patří do skupiny výnosových. První z nich je založena na diskontování výnosů, druhá na diskontování budoucích peněžních toků. Jádrem ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů je výnosový potenciál podniku k datu ocenění. Tuto metodu jsem zvolila vzhledem k předpokladu, že podnik bude i nadále pokračovat ve své podnikatelské činnosti a v budoucnosti budou jím dosažené výnosy alespoň na úrovni výnosů minulých. Metoda diskontovaných čistých výnosů je v praxi velmi často používána. Mnou sestavený finanční plán jako podklad pro její aplikaci je v podstatě optimistický a výsledná hodnota podniku je více než pětikrát vyšší než účetní hodnota stanovená na principu historických cen.

Do budoucna je pro podnik důležité, aby kladl důraz na snižování nákladů. Rozhodující je především postoj vlastníka a managementu podniku a jejich rozhodnutí o rozšiřování podniku, zvyšování tržního podílu, vstupu na další zahraniční trhy apod.

Seznam použité literatury

Knihy:

- [1] GRUBLOVÁ, E. a kol. *Podniková ekonomika*. Ostrava: Repronis, 2002. 438 s. ISBN 80-86122-75-1.
- [2] GRÜNWALD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: VŠE Praha, 2000. 66 s. ISBN 80-245-0032-9.
- [3] GRÜNWALD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2.vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 180 s. ISBN 80-245-0684-X.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 1999. 230 s. ISBN 80-7179-227-6.
- [5] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 368 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402s. ISBN 80-86119-57-2.
- [7] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [8] MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. Praha: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 901991-1-9.
- [9] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [10] MAŘÍK, M; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [11] REFAIT, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: HZ Praha, spol. s r.o., 1995. 128 s. ISBN 80-901918-6-X.
- [12] SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.

Zákony a standardy:

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů

International Valuation Standards 2005. 7. vyd. London: Internacionál Valuation Standards Committe, 2005.

Internetové zdroje:

<http://www.businesscenter.cz>

<http://www.mfcr.cz>

<http://www.mpo.cz>

<http://www.czso.cz>

Podnikové materiály:

Účetní závěrky společnosti z let 2002 až 2006

<http://www.elkoep.cz>

Použité zkratky

b. c.	běžné ceny
CK	cizí kapitál
ČPK	čistý pracovní kapitál
d	daňová sazba
DCF	diskontované cash flow
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DldZ	dlouhodobé závazky
DM	dlouhodobý majetek
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added)
FCFF	volný peněžní tok do firmy (Free Cash Flow to Firm)
FM	finanční majetek
g	průměrné tempo růstu
HDD	hrubý domácí důchod
HDP	hrubý domácí produkt
i	diskontní míra
K	kapitál celkem (vlastní + cizí)
KČV	kapitalizované čisté výnosy
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
KrdZ	krátkodobé závazky
MPO	ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	tržní přidaná hodnota (Market Value Added)
n_{CK}	náklady cizího kapitálu
n_{VK}	náklady vlastního kapitálu
NOA	čistá operační aktiva (Net Operating Assets)
NOPAT	zisk z operační činnosti podniku po dani (Net Operating Profit After Taxes)
OA	oběžná aktiva
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
p. b.	procentní bod
P/E	poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii (Price Earnings Ratio)
PC	pořizovací cena
PH	pokračující hodnota

ROA	rentabilita celkového kapitálu (Return On Assets)
ROE	rentabilita vlastního kapitálu (Return On Equity)
ROI	rentabilita vloženého kapitálu (Return On Investment)
ROS	rentabilita tržeb (Return On Sales)
s. c.	stálé ceny
SA	stálá aktiva
SH	současná hodnota
TČV	trvale odnímatelný čistý výnos
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
VZZ	výkaz zisku a ztráty
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Cost Of Capital)

Seznam tabulek

Tab. 1.1 Volný peněžní tok	13
Tab. 1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	14
Tab. 1.3 Veličiny, na který závisí likvidační hodnota.....	22
Tab. 2.1 Hlavní makroekonomické indikátory.....	43
Tab. 2.2 Vývoj cenových indexů výrobků v letech 2000 až 2006 (v %)	50
Tab. 2.3 Vývoj vybraných ukazatelů v odvětví OKEČ 31 a 31.2 (v mil. Kč)	51
Tab. 2.4 Struktura aktiv v letech 2002 až 2006.....	52
Tab. 2.5 Struktura pasiv v letech 2002 až 2006	53
Tab. 2.6 Vývoj struktury aktiv v letech 2002 až 2006	54
Tab. 2.7 Vývoj struktury pasiv v letech 2002 až 2006.....	55
Tab. 2.8 Náklady, výnosy a výsledky hospodaření v letech 2002 až 2006 (v tis. Kč).....	55
Tab. 2.9 Horizontální analýza výsledovek	56
Tab. 2.10 Ukazatele rentability	57
Tab. 2.11 Ukazatele aktivity	58
Tab. 2.12 Ukazatele zadluženosti.....	58
Tab. 2.13 Ukazatele likvidity	59
Tab. 2.14 Provozní ukazatele	60
Tab. 2.15 Index bonity – výpočet.....	61
Tab. 2.16 Index IN 05 – výpočet.....	61
Tab. 2.17 Altmanovo Z-skóre – výpočet.....	62
Tab. 3.1 Váhy jednotlivých složek úročeného kapitálu	64
Tab. 3.2 Náklady na cizí kapitál.....	64
Tab. 3.3 Náklady na vlastní kapitál.....	65
Tab. 3.4 Úprava výsledku hospodaření	67
Tab. 3.5 Trvale odnímatelný výnos – výpočet	67
Tab. 3.6 Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	68
Tab. 3.7 Kalkulovaná úroková míra.....	68
Tab. 3.8 Provozně nutný investovaný kapitál	69
Tab. 3.9 Výpočet FCFF.....	69
Tab. 3.10 Výpočet první fáze hodnoty podniku	70
Tab. 3.11 Hodnota podniku při různém tempu růstu g	71
Tab. 3.12 Aplikované metody a jejich výsledky	72

Seznam grafů

Graf 2.1 Podíl oborů na tržbách odvětví 31	49
Graf 2.2 Vývoj struktury aktiv v letech 2002 až 2006	53
Graf 2.3 Ukazatele rentability v letech 2002 až 2006	57
Graf 2.4 Okamžitá likvidita v letech 2002 až 2006.....	60
Graf 2.5 Index bonity B_i v letech 2003 až 2006.....	61
Graf 2.6 Index IN 05 v letech 2002 až 2006	62
Graf 2.7 Altmanovo Z-skóre v letech 2002 až 2006.....	63
Graf 3.1 Hodnota podniku stanovená různými metodami	73

Seznam obrázků

Obr. 2.1 Areál společnosti ELKO EP, s. r. o.....	40
Obr. 2.2 Organizační struktura společnosti ELKO EP, s. r. o.....	42

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. 4. 2008

.....
Eva Toboláková

Adresa trvalého pobytu studenta:

Novosady 1586, Holešov

Seznam příloh

Příloha č. 1	Výkazy společnosti ELKO EP, s. r. o. z let 2002 až 2006
Příloha č. 2	Vertikální analýzy účetních výkazů z let 2002 až 2006
Příloha č. 3	Horizontální analýzy účetních výkazů z let 2002 až 2006
Příloha č. 4	Stanovení rizikové premie
Příloha č. 5	Plánované výkazy na léta 2007 až 2010

Příloha č. 1: Výkazy společnosti ELKO EP, s. r. o. z let 2002 až 2006

(zdroj: Výroční zprávy podniku ELKO EP, s. r. o. z let 2002 až 2006)

Rozvahy

Položka (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
AKTIVA CELKEM	20 782	31 959	70 154	90 126	114 228
Dlouhodobý majetek	6 620	6 606	31 039	47 553	43 170
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	-1	1 004	1 193	412
Software	0	-1	237	1 193	412
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	767	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	6 620	6 607	30 035	46 360	42 758
Pozemky	160	160	343	343	343
Stavby	5 248	5 061	4 095	26 235	32 708
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 203	1 277	5 374	10 050	9 121
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	9	109	18 079	2 741	-2 020
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	2 144	6 991	2 606
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	14 090	24 542	37 657	41 292	66 090
Zásoby	6 200	6 316	20 136	17 624	25 782
Materiál	4 676	3 726	9 034	8 033	11 674
Nedokončená výroba a polotovary	506	257	260	385	1 240
Výrobky	1 018	2 073	9 894	8 375	9 415
Zboží	0	260	948	831	3 354
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	99
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	1 749
Jiné pohledávky	0	0	0	0	1 749
Krátkodobé pohledávky	6 550	12 516	13 918	19 476	35 407
Pohledávky z obchodních vztahů	5 764	11 921	13 616	18 593	25 288
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	16
Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	8 967
Krátkodobé poskytnuté zálohy	611	585	275	620	875
Dohadné účty aktivní	0	0	0	143	102
Jiné pohledávky	175	10	27	120	159
Krátkodobý finanční majetek	1 340	5 710	3 603	4 192	3 152
Peníze	370	216	233	222	200
Účty v bankách	970	5 494	3 370	3 970	2 952
Časové rozlišení	72	811	1 458	1 281	4 968
Náklady příštích období	87	811	1 458	1 269	4 968
Příjmy příštích období	-15	0	0	12	0

Položka (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
PASIVA CELKEM	20 782	31 956	70 154	90 126	114 228
Vlastní kapitál	1 293	10 765	32 765	49 872	64 574
Základní kapitál	500	500	500	2 000	2 000
Základní kapitál	100	500	500	2 000	2 000
Změny základního kapitálu (+/-)	400	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	10	50	50	200	200
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	10	50	50	200	200
Výsledek hospodaření minulých let	2	743	10 215	30 565	47 672
Nerozdělený zisk minulých let	2	743	10 215	30 565	47 672
Výsledek hospodaření běžného účetního období	781	9 472	22 000	17 107	14 702
Cizí zdroje	19 489	21 191	37 389	40 005	46 389
Rezervy	800	800	0	0	0
Rezervy podle zvláštních předpisů	800	800	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	11 815	12 503	21 751	18 667	23 841
Závazky z obchodních vztahů	10 958	8 015	14 344	14 732	20 739
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	315	1 228	510	0
Závazky k zaměstnancům	579	785	1 170	1 471	1 779
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	312	312	568	651	801
Stát - daňové závazky a dotace	-352	2 882	3 993	812	0
Krátkodobé přijaté zálohy	41	100	281	449	281
Dohadné účty pasivní	277	115	118	42	241
Jiné závazky	0	-21	49	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	6 874	7 888	15 638	21 338	22 548
Bankovní úvěry dlouhodobé	3 374	2 388	10 138	15 838	17 048
Krátkodobé bankovní úvěry	3 500	5 500	5 500	5 500	5 500
Časové rozlišení	0	0	0	249	3 265
Výdaje příštích období	0	0	0	249	1 207
Výnosy příštích období	0	0	0	0	2 058

Výkazy zisku a ztráty

Položka (v tis. Kč)		2002	2003	2004	2005	2006
I	Tržby za prodej zboží	971	1 043	2 100	4 685	11 545
A	Náklady vynaložené na prodané zboží	725	1 027	1 337	3 502	9 892
+	Obchodní marže	246	16	763	1 183	1 653
II.	Výkony	42 837	79 723	112 239	114 360	125 065
1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	42 179	78 880	104 741	115 736	122 457
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	658	806	7 498	-1 376	2 608
3	Aktivace	0	37	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	31 492	50 664	64 169	63 202	72 900
1	Spotřeba materiálu a energie	24 539	37 823	48 036	48 070	57 319
2	Služby	6 953	12 841	16 133	15 132	15 581
+	Přidaná hodnota	11 591	29 075	48 833	52 341	53 818
C	Osobní náklady	10 026	14 611	19 941	26 696	29 969
1	Mzdové náklady	7 190	10 546	14 388	19 141	21 282
3	Náklady na SZ a ZP	2 403	3 557	4 964	6 882	7 387
4	Sociální náklady	433	508	589	673	1 300
D	Daně a poplatky	78	139	113	293	117
E.	Odpisy DNM a DHM	440	851	1 949	3 441	4 318
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	422	303	7 838	817	444
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	400	300	7 824	601	183
2	Tržby z prodeje materiálu	22	3	14	216	261
F	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	94	298	5 431	89	106
1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	217	5 389	0	0
2	Prodaný materiál	94	81	42	89	106
G	Změna stavu rezerv a opravných položek	400	-31	-796	31	149
IV	Ostatní provozní výnosy	1 012	1 569	2 605	2 436	3 924
H	Ostatní provozní náklady	105	225	286	326	782
V	Převod provozních výnosů	0	0	0	5 656	1 566
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	5 656	1 566
*	Provozní výsledek hospodaření	1 882	14 854	32 352	24 718	22 745
M	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	-59	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	2	4	26	15	38
N	Nákladové úroky	475	421	429	686	786
XI.	Ostatní finanční výnosy	406	592	650	633	624
O	Ostatní finanční náklady	760	1 211	2 382	2 187	3 405
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-768	-1 036	-2 135	-2 225	-3 529
Q	Daň z příjmů za běžnou činnost	329	4 346	8 391	5 392	4 514
1	- splatná	329	4 346	8 391	5 392	4 514
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	785	9 472	21 826	17 101	14 702
XIII.	Mimořádné výnosy	1	0	179	6	0
R	Mimořádné náklady	5	0	5	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-4	0	174	6	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	781	9 472	22 000	17 107	14 702
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	1 110	13 818	30 391	22 499	19 216

Výkazy peněžních toků

Položka (v tis. Kč)		2003	2004	2005	2006
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>		<i>1 340</i>	<i>5 710</i>	<i>3 603</i>	<i>4 192</i>
A	PENĚŽNÍ TOK Z BĚŽNÉ A MIMOŘÁDNÉ ČINNOSTI				
Z	Účetní výsledek hospodaření	9 472	22 000	17 107	14 702
A.1	Úpravy o nepeněžní operace	856	3 556	4 169	4 656
A.1.1	Odpisy stálých aktiv	851	1 949	3 441	4 318
A.1.2	Změna stavu rezerv a opravných položek	0	-800	0	0
A.1.3	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	5	2 407	728	338
A.2	Úpravy oběžných aktiv	7 509	25 117	34	35 966
A.2.1	Změna stavu pohledávek a aktivních účtů čas. rozlišení Změna stavu krátk. závazků a pasivních účtů čas. rozlišení	6 705	2 049	5 381	19 618
A.2.2		688	9 248	-2 835	8 190
A.2.3	Změna stavu zásob	116	13 820	-2 512	8 158
A.2.4	Změna stavu krátkodobých cenných papírů	0	0	0	0
Peněžní tok z provozní činnosti celkem		17 837	50 673	21 310	55 324
B	INVESTIČNÍ ČINNOST				
B.1	Nabytí dlouhodobého majetku	1 135	31 813	20 044	41
B.1.1	Nabytí DHM a DNM	1 135	31 813	20 044	41
B.1.3	Změna dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
B.2	Výnosy z prodeje DHM a DNM	303	7 838	817	444
Peněžní tok z investiční činnosti celkem		1 438	39 651	20 861	485
C	FINANČNÍ ČINNOST				
C.1	Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	1 014	7 750	5 700	1 210
C.1.1	Změna dlouhodobých úvěrů	-986	7 750	5 700	1 210
C.1.2	Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	2 000	0	0	0
C.1.3	Změna dluhopisů	0	0	0	0
C.2	Zvýšení a snížení vlastního kapitálu z vybr. operací	-15 919	-100 181	-47 282	-58 059
C.2.1	Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	0	0	1 500	0
C.2.2	Výplata dividend a podílů ze zisku	-15 919	-100 181	-48 782	-58 059
Peněžní tok z finanční činnosti celkem		-14 905	-92 431	-41 582	-56 849
PENĚŽNÍ TOK CELKEM		4 370	-2 107	589	-1 040
<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>		<i>5 710</i>	<i>3 603</i>	<i>4 192</i>	<i>3 152</i>

Příloha č. 2: Vertikální analýzy účetních výkazů z let 2002 až 2006

Vertikální analýza rozvahy

Položka	2002	2003	2004	2005	2006
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	–	–	–	–	–
Dlouhodobý majetek	31,85%	20,67%	44,24%	52,76%	37,79%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	1,43%	1,32%	0,36%
Software	–	–	0,34%	1,32%	0,36%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	–	–	1,09%	–	–
Dlouhodobý hmotný majetek	31,85%	20,67%	42,81%	51,44%	37,43%
Pozemky	0,77%	0,50%	0,49%	0,38%	0,30%
Stavby	25,25%	15,84%	5,84%	29,11%	28,63%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	5,79%	4,00%	7,66%	11,15%	7,98%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,04%	0,34%	25,77%	3,04%	-1,77%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	–	–	3,06%	7,76%	2,28%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžná aktiva	67,80%	76,79%	53,68%	45,82%	57,86%
Zásoby	29,83%	19,76%	28,70%	19,55%	22,57%
Materiál	22,50%	11,66%	12,88%	8,91%	10,22%
Nedokončená výroba a polotovary	2,43%	0,80%	0,37%	0,43%	1,09%
Výrobky	4,90%	6,49%	14,10%	9,29%	8,24%
Zboží	–	0,81%	1,35%	0,92%	2,94%
Poskytnuté zálohy na zásoby	–	–	–	–	0,09%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,53%
Jiné pohledávky	–	–	–	–	1,53%
Krátkodobé pohledávky	31,52%	39,16%	19,84%	21,61%	31,00%
Pohledávky z obchodních vztahů	27,74%	37,30%	19,41%	20,63%	22,14%
Pohledávky - podstatný vliv	–	–	–	–	0,01%
Stát - daňové pohledávky	–	–	–	–	7,85%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2,94%	1,83%	0,39%	0,69%	0,77%
Dohadné účty aktivní	–	–	–	0,16%	0,09%
Jiné pohledávky	0,84%	0,03%	0,04%	0,13%	0,14%
Krátkodobý finanční majetek	6,45%	17,87%	5,14%	4,65%	2,76%
Peníze	1,78%	0,68%	0,33%	0,25%	0,18%
Účty v bankách	4,67%	17,19%	4,80%	4,40%	2,58%
Časové rozlišení	0,35%	2,54%	2,08%	1,42%	4,35%
Náklady příštích období	0,42%	2,54%	2,08%	1,41%	4,35%
Příjmy příštích období	-0,07%	–	–	0,01%	–

Položka	2002	2003	2004	2005	2006
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	6,22%	33,69%	46,70%	55,34%	56,53%
Základní kapitál	2,41%	1,56%	0,71%	2,22%	1,75%
Základní kapitál	0,48%	1,56%	0,71%	2,22%	1,75%
Změny základního kapitálu (+/-)	1,92%	–	–	–	–
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,05%	0,16%	0,07%	0,22%	0,18%
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0,05%	0,16%	0,07%	0,22%	0,18%
Výsledek hospodaření minulých let	0,01%	2,33%	14,56%	33,91%	41,73%
Nerozdělený zisk minulých let	0,01%	2,33%	14,56%	33,91%	41,73%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3,76%	29,64%	31,36%	18,98%	12,87%
Cizí zdroje	93,78%	66,31%	53,30%	44,39%	40,61%
Rezervy	3,85%	2,50%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervy podle zvláštních předpisů	3,85%	2,50%	–	–	–
Dlouhodobé závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé závazky	56,85%	39,13%	31,00%	20,71%	20,87%
Závazky z obchodních vztahů	52,73%	25,08%	20,45%	16,35%	18,16%
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	–	0,99%	1,75%	0,57%	–
Závazky k zaměstnancům	2,79%	2,46%	1,67%	1,63%	1,56%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1,50%	0,98%	0,81%	0,72%	0,70%
Stát - daňové závazky a dotace	-1,69%	9,02%	5,69%	0,90%	
Krátkodobé přijaté zálohy	0,20%	0,31%	0,40%	0,50%	0,25%
Vydané dluhopisy	–	–	–	–	–
Dohadné účty pasivní	1,33%	0,36%	0,17%	0,05%	0,21%
Jiné závazky	–	-0,07%	0,07%	–	0,00%
Bankovní úvěry a výpomoci	33,08%	24,68%	22,29%	23,68%	19,74%
Bankovní úvěry dlouhodobé	16,24%	7,47%	14,45%	17,57%	14,92%
Krátkodobé bankovní úvěry	16,84%	17,21%	7,84%	6,10%	4,81%
Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%	2,86%
Výdaje příštích období	–	–	–	0,28%	1,06%
Výnosy příštích období	–	–	–	–	1,80%

Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Položka		2002	2003	2004	2005	2006
I	Tržby za prodej zboží	8,38%	3,59%	4,30%	8,95%	21,45%
A	Náklady vynaložené na prodané zboží	6,25%	3,53%	2,74%	6,69%	18,38%
+	Obchodní marže	2,12%	0,06%	1,56%	2,26%	3,07%
II.	Výkony (369,57%	274,20%	229,84%	218,49%	232,39%
	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	363,89%	271,30%	214,49%	221,12%	227,54%
	Změna stavu zásob vlastní činnosti	5,68%	2,77%	15,35%	-2,63%	4,85%
	Aktivace	0,00%	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%
B.	Výkonová spotřeba	271,69%	174,25%	131,40%	120,75%	135,46%
	Spotřeba materiálu a energie	211,71%	130,09%	98,37%	91,84%	106,51%
	Služby	59,99%	44,17%	33,04%	28,91%	28,95%
+	Přidaná hodnota	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
C	Osobní náklady	86,50%	50,25%	40,84%	51,00%	55,69%
	Mzdové náklady	62,03%	36,27%	29,46%	36,57%	39,54%
	Náklady na SZ a ZP	20,73%	12,23%	10,17%	13,15%	13,73%
	Sociální náklady	3,74%	1,75%	1,21%	1,29%	2,42%
D	Daně a poplatky	0,67%	0,48%	0,23%	0,56%	0,22%
E.	Odpisy DNM a DHM	3,80%	2,93%	3,99%	6,57%	8,02%
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	3,64%	1,04%	16,05%	1,56%	0,83%
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3,45%	1,03%	16,02%	1,15%	0,34%
2	Tržby z prodeje materiálu	0,19%	0,01%	0,03%	0,41%	0,48%
F	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0,81%	1,02%	11,12%	0,17%	0,20%
	Zůstatková cena prodaného DM	0,00%	0,75%	11,04%	0,00%	0,00%
	Prodaný materiál	0,81%	0,28%	0,09%	0,17%	0,20%
G	Změna stavu rezerv a opravných položek	3,45%	-0,11%	-1,63%	0,06%	0,28%
IV	Ostatní provozní výnosy	8,73%	5,40%	5,33%	4,65%	7,29%
H	Ostatní provozní náklady	0,91%	0,77%	0,59%	0,62%	1,45%
V	Převod provozních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	10,81%	2,91%
I.	Převod provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	10,81%	2,91%
*	Provozní výsledek hospodaření	16,24%	51,09%	66,25%	47,22%	42,26%
M	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-0,51%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
X.	Výnosové úroky	0,02%	0,01%	0,05%	0,03%	0,07%
N	Nákladové úroky	4,10%	1,45%	0,88%	1,31%	1,46%
XI.	Ostatní finanční výnosy	3,50%	2,04%	1,33%	1,21%	1,16%
O	Ostatní finanční náklady	6,56%	4,17%	4,88%	4,18%	6,33%
*	Finanční výsledek hospodaření	6,78%	47,51%	56,95%	41,58%	35,08%
Q	Daň z příjmů za běžnou činnost	2,84%	14,95%	17,18%	10,30%	8,39%
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	20,18%	83,65%	106,02%	78,51%	68,95%
XIII.	Mimořádné výnosy	0,01%	0,00%	0,37%	0,01%	0,00%
R	Mimořádné náklady	0,04%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-0,03%	0,00%	0,36%	0,01%	0,00%
***	Výsledek hospodaření za účetní období	20,14%	83,65%	106,37%	78,52%	68,95%
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	22,98%	98,60%	123,56%	88,82%	77,34%

Poznámka: Jako základ pro procentní vyjádření je použita položka přidaná hodnota (= 100 %)

Příloha č. 3: Horizontální analýza účetních výkazů z let 2002 až 2006

Horizontální analýza rozvahy

Položka	2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
AKTIVA CELKEM	11 177	53,78	38 195	119,51	19 972	28,47	24 102	26,74
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	–	0	–	0	–	0	–
Dlouhodobý majetek	-14	-0,21	24 433	369,86	16 514	53,20	-4 383	-9,22
Dlouhodobý nehmotný majetek	-1	–	1 005	100 500	189	18,82	-781	-65,47
Software	-1	–	238	23 800	956	403,38	-781	-65,47
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	–	767	–	-767	-100,00	0	–
Dlouhodobý hmotný majetek	-13	-0,20	23 428	354,59	16 325	54,35	-3 602	-7,77
Pozemky	0	–	183	114,38	0	0,00	0	0,00
Stavby	-187	-3,56	-966	-19,09	22 140	540,66	6 473	24,67
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	74	6,15	4 097	320,83	4 676	87,01	-929	-9,24
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	100	1 111,11	17 970	16 86,24	-15 338	-84,84	-4 761	-173,70
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	–	2 144	–	4 847	226,07	-4 385	-62,72
Dlouhodobý finanční majetek	0	–	0	–	0	–	0	–
Oběžná aktiva	10 452	74,18	13 115	53,44	3 635	9,65	24 798	60,06
Zásoby	116	1,87	13 820	218,81	-2 512	-12,48	8 158	46,29
Materiál	-950	-20,32	5 308	142,46	-1 001	-11,08	3 641	45,33
Nedokončená výroba a polotovary	-249	-49,21	3	1,17	125	48,08	855	222,08
Výrobky	1 055	103,63	7 821	377,28	-1 519	-15,35	1 040	12,42
Zboží	260	–	688	264,62	-117	-12,34	2 523	303,61
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	–	0	–	0	–	99	–
Dlouhodobé pohledávky	0	–	0	–	0	–	1 749	–
Jiné pohledávky	0	–	0	–	0	–	1 749	–
Krátkodobé pohledávky	5 966	91,08	1 402	11,20	5 558	39,93	15 931	81,80
Pohledávky z obchodních vztahů	6 157	106,82	1 695	14,22	4 977	36,55	6 695	36,01
Pohledávky - podstatný vliv	0	–	0	–	0	–	16	–
Stát - daňové pohledávky	0	–	0	–	0	–	8 967	–
Krátkodobé poskytnuté zálohy	-26	-4,26	-310	-52,99	345	125,45	255	41,13
Dohadné účty aktivní	0	–	0	–	143	–	-41	-28,67
Jiné pohledávky	-165	-94,29	17	170,00	93	344,44	39	32,50
Krátkodobý finanční majetek	4 370	326,12	-2 107	-36,90	589	16,35	-1 040	-24,81
Peníze	-154	-41,62	17	7,87	-11	-4,72	-22	-9,91
Účty v bankách	4 524	466,39	-2 124	-38,66	600	17,80	-1 018	-25,64
Časové rozlišení	739	1 026,39	647	79,78	-177	-12,14	3 687	287,82
Náklady příštích období	724	832,18	647	79,78	-189	-12,96	3 699	291,49
Komplexní náklady příštích období	0	–	0	–	0	–	0	–
Příjmy příštích období	15	-100,00	0	–	12	–	-12	-100,00

Položka	2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
PASIVA CELKEM	11 174	53,77	38 198	119,53	19972	28,47	2 4102	26,74
Vlastní kapitál	9 472	732,56	22 000	204,37	17107	52,21	14702	29,48
Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	1500	300,00	0	0,00
Základní kapitál	400	400,00	0	0,00	1500	300,00	0	0,00
Změny základního kapitálu (+/-)	-400	-100,00	0	—	0	—	0	—
Kapitálové fondy	0	—	0	—	0	—	0	—
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	40	400,00	0	0,00	150	300,00	0	0,00
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	40	400,00	0	0,00	150	300,00	0	0,00
Výsledek hospodaření minulých let	741	37050,00	9 472	1274,83	20350	199,22	17107	55,97
Nerozdělený zisk minulých let	741	37050,00	9 472	1274,83	20350	199,22	17107	55,97
Výsledek hospodaření běžného účetního období	8 691	1112,80	12 528	132,26	-4893	-22,24	-2405	-14,06
Cizí zdroje	1 702	8,73	16 198	76,44	2616	7,00	6384	15,96
Rezervy	0	0,00	-800	-100,00	0	—	0	—
Rezervy podle zvláštních předpisů	0	0,00	-800	-100,00	0	—	0	—
Dlouhodobé závazky	0	—	0	—	0	—	0	—
Krátkodobé závazky	688	5,82	9 248	73,97	-3084	-14,18	5174	27,72
Závazky z obchodních vztahů	-2 943	-26,86	6 329	78,96	388	2,70	6007	40,78
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	315	—	913	289,84	-718	-58,47	-510	-100,00
Závazky k zaměstnancům	206	35,58	385	49,04	301	25,73	308	20,94
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0	0,00	256	82,05	83	14,61	150	23,04
Stát - daňové závazky a dotace	3 234	-918,75	1 111	38,55	-3181	-79,66	-812	-100,00
Krátkodobé přijaté zálohy	59	143,90	181	181,00	168	59,79	-168	-37,42
Vydané dluhopisy	0	—	0	—	0	—	0	—
Dohadné účty pasivní	-162	-58,48	3	2,61	-76	-64,41	199	473,81
Jiné závazky	-21	—	70	-333,33	-49	-100,00	0	—
Bankovní úvěry a výpomoci	1 014	14,75	7 750	98,25	5700	36,45	1210	5,67
Bankovní úvěry dlouhodobé	-986	-29,22	7 750	324,54	5700	56,22	1210	7,64
Krátkodobé bankovní úvěry	2 000	57,14	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Časové rozlišení	0	—	0	—	249	—	3016	1211,24
Výdaje příštích období	0	—	0	—	249	—	958	384,74
Výnosy příštích období	0	—	0	—	0	—	2058	—

Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Položka	2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Tržby za prodej zboží	72	7,42	1057	101,34	2585	123,10	6860	146,42
Náklady vynaložené na prodané zboží	302	41,66	310	30,19	2165	161,93	6390	182,47
Obchodní marže	-230	-93,50	747	4668,75	420	55,05	470	39,73
Výkony	36886	86,11	32516	40,79	2121	1,89	10705	9,36
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	36701	87,01	25861	32,79	10995	10,50	6721	5,81
Změna stavu zásob vlastní činnosti	148	22,49	6692	830,27	-8874	-118,35	3984	-289,53
Aktivace	37		-37	-100,00	0		0	
Výkonová spotřeba	19172	60,88	13505	26,66	-967	-1,51	9698	15,34
Spotřeba materiálu a energie	13284	54,13	10213	27,00	34	0,07	9249	19,24
Služby	5888	84,68	3292	25,64	-1001	-6,20	449	2,97
Přidaná hodnota	17484	150,84	19758	67,96	3508	7,18	1477	2,82
Osobní náklady	4585	45,73	5330	36,48	6755	33,87	3273	12,26
Mzdové náklady	3356	46,68	3842	36,43	4753	33,03	2141	11,19
Náklady na SZ a ZP	1154	48,02	1407	39,56	1918	38,64	505	7,34
Sociální náklady	75	17,32	81	15,94	84	14,26	627	93,16
Daně a poplatky	61	78,21	-26	-18,71	180	159,29	-176	-60,07
Odpisy DNM a DHM	411	93,41	1098	129,02	1492	76,55	877	25,49
Tržby z prodeje DM a materiálu	-119	-28,20	7535	2486,80	-7021	-89,58	-373	-45,65
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-100	-25,00	7524	2508,00	-7223	-92,32	-418	-69,55
Tržby z prodeje materiálu	-19	-86,36	11	366,67	202	1442,86	45	20,83
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	204	217,02	5133	1722,48	-5342	-98,36	17	19,10
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	217	–	5172	2383,41	-5389	-100,00	0	–
Prodaný materiál	-13	-13,83	-39	-48,15	47	111,90	17	19,10
Změna stavu rezerv a opravných položek	-431	-107,75	-765	2467,74	827	-103,89	118	380,65
Ostatní provozní výnosy	557	55,04	1036	66,03	-169	-6,49	1488	61,08
Ostatní provozní náklady	120	114,29	61	27,11	40	13,99	456	139,88
Převod provozních výnosů	0	–	0	–	5656	–	-4090	-72,31
Převod provozních nákladů	0	–	0	–	5656	–	-4090	-72,31
Provozní výsledek hospodaření	12972	689,27	17498	117,80	-7634	-23,60	-1973	-7,98
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	59	-100,00	0	–	0	–	0	–
Výnosové úroky	2	100,00	22	550,00	-11	-42,31	23	153,33
Nákladové úroky	-54	-11,37	8	1,90	257	59,91	100	14,58
Ostatní finanční výnosy	186	45,81	58	9,80	-17	-2,62	-9	-1,42
Ostatní finanční náklady	451	59,34	1171	96,70	-195	-8,19	1218	55,69
Finanční výsledek hospodaření	-268	34,90	-1099	106,08	-90	4,22	-1304	58,61
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	4017	1220,97	4045	93,07	-2999	-35,74	-878	-16,28
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	8687	1106,62	12354	130,43	-4725	-21,65	-2399	-14,03
Mimořádné výnosy	-1	-100,00	179	–	-173	-96,65	-6	-100,00
Mimořádné náklady	-5	-100,00	5	–	-5	-100,00	0	–
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	–	0	–	0	–	0	–
Mimořádný výsledek hospodaření	4	-100,00	174		-168	-96,55	-6	-100,00
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	8691	1112,80	12528	132,26	-4893	-22,24	-2405	-14,06
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	12708	1144,86	16573	119,94	-7892	-25,97	-3283	-14,59

Příloha č. 4: Stanovení rizikové prémie

(vypracováno dle: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2007)

Při aplikaci tzv. komplexní stavebnicové metody využijeme následující postup:

1. určení konkrétních faktorů rizika podstatných pro oceňovaný podnik,
2. ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory,
3. transformace vztahů mezi velikostí jednotlivých faktorů a výší rizikové přírážky.

Ohodnocení stupně rizika

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet * váha
Obchodní rizika	25		25
<i>I. Rizika oboru</i>	4	1	4
<i>II. Rizika trhu</i>	3	1	3
<i>III. Rizika z konkurence</i>	7	1	7
<i>IV. Management</i>	3	1	3
<i>V. Výrobní proces</i>	4	1	4
<i>VI. Ostatní faktory</i>	4	1	4
Finanční riziko	6	1,3	7,8
Počet kritérií	31		32,8

Počet faktorů rizika pro další výpočty po zohlednění vah: $n = 31,8$.

Stupeň rizika: $X = 1$ až 4 .

Bezriziková výnosová míra: $r_f = 4 \%$ (výnosová míra desetiletých státních dluhopisů – dle údajů Ministerstva financí České republiky).

Zvolené maximální náklady vlastního kapitálu: 30% (proto maximální riziková přírážka bude $30 - 4 = 26 \%$).

Koeficient rizikové přírážky: $a = 1,6922$ (podle vztahu $a = \sqrt[4]{\frac{n}{r_f}}$).

Rizikové přírážky (RP) pro jednotlivé stupně rizika (na 1 dílčí faktor)

X – stupeň rizika	a^x	$z (= a^x - 1)$	RP pro 1 faktor ($= z * r_f / n$)
1 Nízké riziko	1,6922	0,6922	0,0844
2 Přiměřené riziko	2,8636	1,8636	0,2273
3 Zvýšené riziko	4,8457	3,8457	0,4690
4 Vysoké riziko	8,2000	7,2000	0,8780

Obchodní rizika:

I. Rizika na úrovni oboru

1. Dynamika oboru	Riziko
1. Stabilní obor, větší změny se nepředpokládají (tempo růstu asi na úrovni inflace)	nízké
2. Dlouhodobě mírně rostoucí obor	přiměřené
3. Obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj	zvýšené
4. Velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy (například informační technologie)	vysoké

2. Závislost oboru na hospodářském cyklu	Riziko
1. Nezávislost na hospodářském cyklu	nízké
2. Mírná závislost na hospodářském cyklu	přiměřené
3. Značná závislost na hospodářském cyklu	zvýšené
4. Typicky cyklické produkce	vysoké

3. Potenciál inovací v oboru	Riziko
1. Standardní obor s minimem technologických změn	nízké
2. Standardní obor s mírnými technologickými změnami	přiměřené
3. Obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací	zvýšené
4. Obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi	vysoké

4. Určování trendů v oboru	Riziko
1. Podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru	nízké
2. Podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené
3. Podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru	zvýšené
4. Podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru	vysoké

Rizika oboru	Riziková přírážka	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,0844	0	0
Přiměřené	0,2273	2	0,4546
Zvýšené	0,4690	0	0
Vysoké	0,8780	2	1,756
Součet		4	2,2106

II. Rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný

1. Kapacita trhu, možnost expanze	Riziko
1. Domácí trh nenasycen, dominantní podíl, minimální vývoz	nízké
2. Domácí trh nenasycen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty, minimální vývoz	přiměřené
3. Domácí trh nasycen	zvýšené
4. Domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů	vysoké

2. Rizika dosažení tržeb	Riziko
1. Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb	nízké
2. Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	přiměřené
3. Nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb	zvýšené
4. Nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb	vysoké

3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy	Riziko
1. Zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy	nízké
2. Zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	přiměřené
3. Nové výrobky, stávající trhy	zvýšené
4. Nové výrobky, nové trhy	vysoké

Rizika trhu	Riziková přirážka	Počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,0844	0	0
Přiměřené	0,2273	1	0,2273
Zvýšené	0,4690	1	0,4690
Vysoké	0,8780	1	0,8780
Součet		3	1,5743

III. Rizika z konkurence

1. Konkurence	Riziko
1. Tržní mezera, konkurence nepůsobí	nízké
2. Nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu	přiměřené
3. Obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty	zvýšené
4. Zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence	vysoké

2. Konkurenceschopnost produktů	Riziko
1. Parametry a životnost – srovnatelné se špičkovou konkurencí	nízké
2. Parametry a životnost – srovnatelné s lepší konkurencí	přiměřené
3. Parametry a životnost – srovnatelné s průměrnou konkurencí	zvýšené
4. Parametry a životnost – nižší než průměrná konkurence	vysoké

3. Ceny	Riziko
1. Ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev	nízké
2. Ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence	přiměřené
3. Ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku	zvýšené
4. Ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku	vysoké

4. Kvalita, řízení výroby	Riziko
1. Lepší než konkurence	nízké
2. Srovnatelné s konkurencí	přiměřené
3. Mírně nižší než konkurence	zvýšené
4. Výrazně zaostává za konkurencí	vysoké

5. Výzkum a vývoj	Riziko
1. Vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí	nízké
2. Vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konkurenčních výrobků	přiměřené
3. Kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci	zvýšené
4. Absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky	vysoké

6. Reklama a propagace	Riziko
1. Pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká	nízké
2. Pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví	přiměřené
3. Nepravidelně, sporný přínos	zvýšené
4. Nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos	vysoké

7. Distribuce, servis	Riziko
1. Vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky	nízké
2. Vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům	přiměřené
3. Neúplná distribuční síť	zvýšené
4. Nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby	vysoké

Rizika z konkurence	Riziková přírážka	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,0844	4	0,3376
Přiměřené	0,2273	2	0,4546
Zvýšené	0,4690	1	0,469
Vysoké	0,8780	0	0
Součet		7	1,2612

IV. Management

1. Vize, strategie	Riziko
1. Jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	nízké
2. Změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti	přiměřené
3. Strategie společnosti se postupně vytváří	zvýšené
4. Neurčitá strategie, převažuje improvizace	vysoké

2. Klíčové osobnosti	Riziko
1. Zastupitelnost klíčových osobností	nízké
2. Dostupná přiměřená náhrada	přiměřené
3. Obtížná náhrada klíčových osobností	zvýšené
4. Vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech	vysoké

3. Organizační struktura	Riziko
1. Jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	nízké
2. Jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže	přiměřené
3. Složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení	zvýšené
4. Komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura	vysoké

Management	Riziková přírážka	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,0844	1	0,0844
Přiměřené	0,2273	2	0,4546
Zvýšené	0,4690	0	0
Vysoké	0,8780	0	0
Součet		3	0,539

V. Výrobní proces

1. Struktura výrobků	Riziko
1. Vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje, minimální technické změny	nízké
2. Vlastní výrobky, četné modifikace	přiměřené
3. Zakázková výroba, opakované stabilní požadavky	zvýšené
4. Nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků	vysoké

2. Technologické možnosti výroby	Riziko
1. Postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky	nízké
2. Vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření	přiměřené
3. Stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení	zvýšené
4. Komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky	vysoké

3. Pracovní síla	Riziko
1. Běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci	nízké
2. Dostupné profese, běžná učňovská, středoškolská, vysokoškolská kvalifikace	přiměřené
3. Vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování	zvýšené
4. Převaha vysoce specializovaných profesí	vysoké

4. Dodavatelé	Riziko
1. Stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží	nízké
2. Stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	přiměřené
3. Částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky	zvýšené
4. Značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami	vysoké

Výrobní proces	Riziková přírážka	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,0844	0	0
Přiměřené	0,2273	3	0,6819
Zvýšené	0,4690	0	0
Vysoké	0,8780	1	0,878
Součet		4	1,5599

VI. Ostatní faktory provozních ziskových marží

1. Úroveň fixních nákladů	Riziko
1. Podíl fixních nákladů (aktiv) na celkových nákladech (aktivech) je malý	nízké
2. Podíl fixních nákladů (aktiv) je okolo průměru	přiměřené
3. Podíl fixních nákladů (aktiv) je vysoký	zvýšené
4. Podíl fixních nákladů (aktiv) je velmi vysoký	vysoké

2. Postavení podniku vůči odběratelům	Riziko
1. Velmi silné – větší počet malých odběratelů	nízké
2. Silné – větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené
3. Slabší – rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené
4. Slabé – závislost na 1 až 2 silných odběratelích	vysoké

3. Postavení podniku vůči dodavatelům	Riziko
1. Velmi silné – větší počet malých dodavatelů	nízké
2. Silné – větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené
3. Slabší – rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	zvýšené
4. Slabé – závislost na 1 až 2 silných dodavatelích	vysoké

4. Bariéry vstupu do odvětví	Riziko
1. Velmi silné (např. Výroba elektrické energie)	nízké
2. Silné (např. Výroba těžkého strojírenství)	přiměřené
3. Překonatelné (specializované produkce)	zvýšené
4. Slabé (např. Oblast služeb – vzdělávací kurzy)	vysoké

Ostatní faktory	Riziková přirážka	Počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,0844	1	0,0844
Přiměřené	0,2273	2	0,4546
Zvýšené	0,4690	1	0,469
Vysoké	0,8780	0	0
Součet		4	1,008

Finanční riziko:

1. Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál	Riziko
1. Nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita	nízké
2. Přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem	přiměřené
3. Cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál	zvýšené
4. Cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál	vysoké

2. Krytí úroků – EBIT / placené úroky dosahuje	Riziko
1. Dosahuje hodnotu 4,5 a více	nízké
2. Dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49	přiměřené
3. Dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17	zvýšené
4. Je nižší než 1,57	vysoké

3. Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech	Riziko
1. WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	nízké
2. WC kryje stálou výši oběžných aktiv	přiměřené
3. WC nekryje stálou výši oběžných aktiv	zvýšené
4. WC je nulový nebo dokonce záporný	vysoké

4. Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita	Riziko
1. Vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky	nízké
2. Vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách	přiměřené
3. Obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech	zvýšené
4. Nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků	vysoké

5. Průměrná doba inkasa pohledávek	Riziko
1. Odpovídá době splatnosti faktur	nízké
2. Přiměřeně převyšuje splatnost faktur	přiměřené
3. Značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek	zvýšené
4. Vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek	vysoké

6. Průměrná doba držení zásob	Riziko
1. Odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám	nízké
2. Přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	přiměřené
3. Zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby	zvýšené
4. Vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob	vysoké

Finanční rizika	Riziková přírážka	Váha	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,0844	1,3	1	0,10972
Přiměřené	0,2273	1,3	2	0,59098
Zvýšené	0,4690	1,3	3	1,8291
Vysoké	0,8780	1,3	0	0
Součet			6	2,5298

Vyhodnocení:

<i>I. Rizika oboru</i>	2,2106		
<i>II. Rizika trhu</i>	1,5743		
<i>III. Rizika konkurence</i>	1,2612		
<i>IV. Management</i>	0,5390		
<i>V. Výrobní proces</i>	1,5599		
<i>VI. Ostatní faktory</i>	1,0080		
Obchodní riziko		8,1530	
Finanční riziko		2,5298	
Riziková prémie celkem			10,68 %

Příloha č. 5: Plánované výkazy na léta 2007 až 2010

Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Položka (v tis. Kč)	skutečnost	plán			
	2006	2007	2008	2009	2010
Celkem tržby	136 610	163 932	198 357	241 996	297 655
Celkem náklady na tržby	82 792	101 638	124 965	154 877	193 476
Přidaná hodnota	53 818	62 294	73 392	87 119	104 179
Osobní náklady	29 969	35 508	42 568	51 400	62 508
Odpisy	4 318	4 317	6 095	7 184	8 741
Ostatní provozní výnosy	3 924	3 279	3 967	4 840	5 953
Ostatní provozní náklady	782	656	793	968	1 191
Provozní výsledek hospodaření	22 745	25 092	27 904	32 407	37 694
Výnosové úroky	38	57	86	128	192
Nákladové úroky	786	1 465	1 570	1 729	1 655
Ostatní finanční výnosy	624	624	624	624	624
Ostatní finanční náklady	3 405	4 256	5 320	6 650	8 313
Finanční VH	-3 529	-5 040	-6 180	-7 627	-9 152
Mimořádný VH	0	0	0	0	0
VH před zdaněním	19 216	20 052	21 723	24 780	28 542
Daň z příjmů za běžnou činnost	4 514	4 813	4 562	4 956	5 423
VH po zdanění	14 702	15 240	17 161	19 824	23 119

Plánovaná rozvaha

Položka (tis. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010
AKTIVA CELKEM	114 228	140 898	159 754	183 143	220 122
Dlouhodobý majetek	43 170	60 949	71 835	87 406	112 772
Oběžná aktiva	66 090	75 449	83 419	91 237	102 850
Zásoby	25 782	32 901	38 492	41 069	47 813
Dlouhodobé pohledávky	1 749	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	35 407	39 029	40 838	45 789	50 126
Krátkodobý finanční majetek	3 152	3 519	4 089	4 379	4 911
Časové rozlišení	4 968	4 500	4 500	4 500	4 500

Položka (tis. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010
PASIVA CELKEM	114 228	140 898	159 753	183 143	220 122
Vlastní kapitál	64 574	77 136	86 294	93 955	109 025
Základní kapitál	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy	200	200	200	200	200
Výsledek hospodaření minulých let	47 672	59 696	66 933	71 931	83 706
Výsledek hospodaření běžného účetního období	14 702	15 240	17 161	19 824	23 119
Cizí zdroje	46 389	60 762	70 459	86 188	108 097
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	23 841	34 509	42 331	55 197	78 437
Bankovní úvěry a výpomoci	22 548	26 253	28 128	30 991	29 660
Bankovní úvěry dlouhodobé	17 048	20 753	22 628	25 491	24 160
Bankovní úvěry krátkodobé	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500
Časové rozlišení	3 265	3 000	3 000	3 000	3 000

Plánovaný výkaz peněžních toků

Položka (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	3 152	4 089	4 379	4 911
PENĚŽNÍ TOK Z BĚŽNÉ A MIMORÁDNÉ ČINNOSTI				
Účetní výsledek hospodaření	15 240	17 161	19 824	23 119
Úpravy o nepeněžní operace	4 317	6 095	7 184	8 741
Odpisy stálých aktiv	4 317	6 095	7 184	8 741
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv	20 676	15 222	20 394	34 320
Změna stavu pohledávek a aktivních účtů čas. rozlišení	3 154	1 809	4 951	4 337
Změna stavu krátk. závazků a pasivních účtů čas. rozlišení	10 403	7 822	12 866	23 239
Změna stavu zásob	7 119	5 591	2 577	6 744
Změna stavu krátkodobých cenných papírů	0	0	0	0
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	40 233	38 478	47 401	66180
INVESTIČNÍ ČINNOST				
Nabytí dlouhodobého majetku	22 096	16 981	22 755	34 107
Nabytí DHM a DNM	22 096	16 981	22 755	34 107
Změna dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
Výnosy z prodeje DHM a DNM	0	0	0	0
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	22 096	16 981	22 755	34 107
FINANČNÍ ČINNOST				
Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	3 705	1 875	2 863	-1 331
Změna dlouhodobých úvěrů	3 705	1 875	2 863	-1 331
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0
Změna dluhopisů	0	0	0	0
Zvýšení a snížení vlastního kapitálu z vybr. operací	-65 097	-57 044	-72 486	-98 631
Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	-65 097	-57 044	-72 486	-98 631
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-61 392	-55 169	-69 623	-99 962
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	937	290	533	325
<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>	4 089	4 379	4 911	5 236